



**SERMAYE PİYASASI KURULU
DENETLEME DAİRESİ**

**EMEKLİLİK YATIRIM FONLARINDA VARLIK
DAĞILIMLARI VE DENETİM MEKANİZMALARI**

YETERLİK ETÜDÜ

**Yavuz Selim AYGÜN
Uzman Yardımcısı**

**Kasım 2007
İSTANBUL**

YÖNETİCİ ÖZETİ

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde, özellikle son yıllarda ön plana çıkmaya başlamış olan sosyal güvenlik sorununa ilişkin, ülkeler çeşitli reform politikaları benimseyerek sosyal güvenlik sistemlerindeki aksaklıkları giderme ve bu sistemi yeniden yapılandırma yolunda ciddi gelişmeler kaydetmişlerdir. Ülkemizde de, aynı kaygılarla hazırlanan 4632 sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu ile hem mevcut sosyal güvenlik sisteminde ihtiyaç duyulan reformun önemli bir adımı atılmış, hem de sermaye piyasasındaki kurumsal yatırımcı etkisinin artırılması için yeni ve umut vadeden bir aşamaya geçilmiştir.

Özel emeklilik fonlarının, uluslararası piyasalarda serbestçe yatırım yapmalarına izin verilip verilmemesi veya izin verilecekse hangi aşamada buna müsaade edileceği hususu, dünya genelinde tüm ülkelerde bir tartışma konusudur. Gelişmekte olan ülkeler açısından ele alındığında, özel emeklilik sisteminin uygulanmaya başlandığı ilk zamanlarda sermaye çıkışlarına getirilecek olan sınırlamalar sayesinde, emeklilik yatırım fonlarının yerli sermaye piyasalarının gelişimine olan katkılarının daha çok olacağı ve zorunlu sosyal güvenlik sisteminden özel emeklilik sistemine geçişin getireceği mali yüklerin de bu şekilde azaltılacağı iddia edilmektedir. Diğer taraftan, Modern Portföy Teorisi ve en önemli unsuru olan Finansal Varlık Fiyatlandırma Modeli tarafından, tam verimli entegre bir piyasada dünya portföyünün en optimal portföy seçeneği olduğu ifade edilmektedir.

Özel emeklilik fonlarının yönetimlerine ilişkin dünya uygulamaları incelendiğinde çeşitli yatırım sınırlamalarıyla, portföylere alınacak varlıkların sınırlandırıldığı görülmektedir. Piyasaların işleyişine yönelik bu çeşit devlet müdahaleleri bilgi asimetrisi, dışsallık ve tek el gibi piyasa başarısızlıklarına bağlanmaktadır. Bununla birlikte, emeklilik yatırım fonlarına yönelik düzenlemelerin gerekçelerinin mütalaa edilebilmesinin tek yolunun finansal yaklaşımlar olmadığı da açıktır.

Portföy sınırlamaları ve diğer düzenlemelere rağmen, son yıllarda dünya genelinde, emeklilik yatırım fonlarının ciddi zorluklarla yüzleştiği görülmektedir. Uzun süredir düşük seviyelerde devam eden faiz hadleri, fon aktif ve pasiflerinin piyasa fiyatları ile muhasebeleştirilmesini zorunlu kılan finansal raporlama standardı reformu ve yoğun şekilde hedge işlemlerine yönelmenin beraberinde getirdiği aktif-pasif uyumsuzluğu çok sayıda emeklilik şirketinin yükümlülük karşılama yeterliliklerinin azalmasına neden olmuştur. Söz konusu duruma ilişkin bazı ülkelerin finansal denetleme otoriteleri tarafından riske dayalı, yükümlülük karşılama yeterliliği raporlama sistemleri uygulamaya geçirilmiştir. İlk defa, Danimarka'da uygulamaya başlanan ve sonrasında İsveç'te devreye sokulan söz konusu denetim aracına, "*trafik ışık sistemi*" adı verilmektedir. Ayrıca Almanya, Fransa, İngiltere, Hollanda ve İsviçre gibi ülkelerde de trafik ışık sistemine benzer, farklı şekillerde biçimlenmiş senaryoya dayalı stres testlerinin, emeklilik şirketleri tarafından uygulanması zorunlu kılınmıştır.

İsveç Finansal Denetleme Otoritesi tarafından geliştirilmiş olan trafik ışık sistemi, yüksek finansal risk içeren hayat sigortası şirketlerinin ve mesleki emeklilik fonlarının erken tespitine yönelik çabalara yardımcı olmaktadır. Bu sistemde, şirketlerin sermaye güçleri doğrultusunda yatırımlarını ayarlamaları ve risk almaları hedeflenmektedir. Trafik ışık sistemi, piyasadaki menkul veya gayrimenkul fiyatları veya faiz oranları aniden değiştiği takdirde, problem yaşayabilecek olan şirketlerin tespitini amaçlamaktadır. Buna karşılık, sistem yeterli sermaye gücü olan şirketlerin yüksek riskli yatırım araçlarına yatırım yapmalarına engel teşkil etmemektedir.

Ülkemizde uygulanmaya başlanan bireysel emeklilik sistemi kapsamında, emeklilik yatırım fonlarının portföylerinin yönetiminde, diğer ülke örneklerinde olduğu gibi, uyulması gereken bir takım yatırım sınırlamaları getirilmiştir. Ayrıca, emeklilik şirketlerince katılımcılara sunulabilecek fon türleri de tahdidi olmamak kaydıyla ve piyasayı yönlendirmek adına Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenmiştir. Böylelikle, belirli bir türde kurulan fonların portföylerinin yönetiminde, söz konusu fon türünün tanımında yer alan sınırlamalara uymak zorunlu hale gelmiştir.

Emeklilik fonlarına getirilen yatırım sınırlamaları, karar alma sürecinde portföy yöneticileri tarafından fon portföylerini yüksek risk altına sokabilecek yatırım kararlarının alınmasının önlenmesine yardımcı olmaktadır. Diğer taraftan, aynı sınırlamalar emeklilik yatırım fonları tarafından yeteri kadar iyi çeşitlendirilmiş portföylerin oluşturulmasına, değişken piyasa koşullarına göre yerinde ve zamanında gerekli uyarlamaların yapılmasına engel teşkil etmektedir. Ayrıca, söz konusu sınırlamalar yüzünden, katılımcıların emeklilik döneminde düşük gelir elde etmesine neden olmaktadır. Bundan dolayı, burada üzerinde durulması gereken husus, söz konusu sınırlamaların hangi noktaya kadar yarar sağlayıp sağlamadığıdır. Getirilen yatırım sınırlamaları, emeklilik fonlarının risklerle olan mücadelesinde yarardan çok zarara sebep oluyorsa, söz konusu kısıtların kademeli olarak gevşetilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

Ülkemizde uygulanan bireysel emeklilik sisteminde faaliyet gösteren fonlara yönelik, katı portföy sınırlamaları bulunmaktadır. Yukarıda yer alan hususlar çerçevesinde, söz konusu sınırlamaların yumuşak bir geçişle esnetilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir. Ayrıca bu aşamada, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından, yüksek finansal risk içeren emeklilik yatırım fonlarının önceden tespit edilmesine yönelik bir denetim ve gözetim mekanizmasının oluşturulmasının yararlı olacağı düşünülmektedir. Söz konusu denetim metodu oluşturulurken, yurt dışı örneklerinden yararlanılması faydalı olacaktır. Özellikle, Danimarka ve İsveç gibi ülkelerde uygulanmakta olan trafik ışık sistemi üzerinde durulması yol gösterici olacaktır. Burada, ülkemizde faaliyet gösteren emeklilik fonlarının sermaye güçleri doğrultusunda yatırımlarını ayarlamaları ve risk almaları hedeflenmelidir. Ayrıca söz konusu sistemin, yeterli sermaye gücü olan şirketlerin yüksek riskli yatırım araçlarına yatırım yapmalarına engel teşkil etmemesi gerekmektedir.

KISALTMALAR CETVELİ

| | |
|------------|--|
| ABD | : Amerika Birleşik Devletleri |
| EGM | : Emeklilik Gözetim Merkezi |
| DFSA | : Danish Financial Supervisory Authorities |
| FI | : Finansinspektionen |
| FRS | : Financial Reporting Standart |
| IAS | : International Accounting Standart |
| HM | : TC Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı |
| OECD | : Organisation for Economic Co-operation and Development |
| SEK | : Swedish Krona |
| SPK | : Sermaye Piyasası Kurulu |
| Yönetmelik | : 28.02.2002 tarih ve 24681 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik |

TABLolar CETVELİ

| | |
|----------|---|
| TABLO 1: | OYNAKLIK GÖSTERGELERİ |
| TABLO 2: | BORSA TOPLAM GETİRİ ENDEKSLERİ |
| TABLO 3: | OECD ÜLKELERİNDE EMEKLİLİK FONLARININ YATIRIM YAPABİLECEKLERİ VARLIKLARLA İLGİLİ SINIRLAMALAR |
| TABLO 4: | OECD ÜLKELERİNDE EMEKLİLİK FONLARININ PORTFÖY SINIRLAMALARI |
| TABLO 5: | TÜRKİYE’DE EMEKLİLİK FONU PORTFÖYLERİNİN YÖNETİMİ İLE İLGİLİ SINIRLAMALAR |
| TABLO 6: | SEÇİLEN OECD ÜLKELERİNDEKİ EMEKLİLİK FONLARININ VARLIK DAĞILIMLARI, 2005 |
| TABLO 7: | SEÇİLEN LATİN AMERİKA ÜLKELERİNDEKİ VARLIK DAĞILIMLARI, 2005 |
| TABLO 8: | EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI TOPLAM BİLGİLERİ |

İÇİNDEKİLER

| | |
|--|-----------|
| GİRİŞ | 1 |
| BİRİNCİ BÖLÜM..... | 2 |
| EMEKLİLİK YATIRIM FONLARININ PORTFÖY DAĞILIMLARI | 2 |
| 1.1. LIBERALLEŞEN PİYASALAR | 2 |
| 1.2. GLOBAL ÇEŞİTLENDİRMENİN FAYDALARI VE YERLİ VARLIK TERCİHLERİ | 2 |
| 1.3. VARLIK DAĞILIMLARINDA GÖZ ÖNÜNDE BULUNDURULMASI GEREKEN HUSUSLAR | 6 |
| 1.3.1. Belirli Katkı Planları | 8 |
| 1.3.2. Belirli Fayda Planları..... | 9 |
| İKİNCİ BÖLÜM | 11 |
| EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI PORTFÖY DÜZENLEMELERİ | 11 |
| 2.1. EMEKLİLİK YATIRIM FONLARINA İLİŞKİN DÜZENLEMELERİN SEBEPLERİ | 11 |
| 2.2. EMEKLİLİK YATIRIM FONU PORTFÖY DAĞILIMLARININ DÜZENLENMESİ..... | 13 |
| ÜÇÜNCÜ BÖLÜM | 14 |
| EMEKLİLİK YATIRIM FONLARINA YÖNELİK GELİŞTİRİLEN DENETİM MODELLERİ..... | 14 |
| 3.1. EMEKLİLİK YATIRIM FONLARINDA YAŞANAN GELİŞMELER | 15 |
| 3.2. TRAFİK IŞIK SİSTEMİ | 16 |
| 3.2.1. Daha Modern Bir Denetim | 17 |
| 3.2.2. Yatırımcıların Korunması | 17 |
| 3.2.3. Denetim, Kontroller ve Kamuya Duyuru | 18 |
| 3.3. TRAFİK IŞIK SİSTEMİNİN DİZAYNI | 20 |
| 3.3.1. Aktif ve Pasiflerin Değerlemesi | 21 |
| 3.3.2. Faiz Oranı Riski..... | 22 |
| 3.3.2.1. Avro Faiz Oranı Riski ve Diğer Yurt Dışı Faiz Oranı Riskleri | 22 |
| 3.3.2.2. Real Faiz Oranı Riski | 23 |
| 3.3.2.3. Toplam Faiz Riski | 23 |
| 3.3.3. Hisse Senedi Riski..... | 23 |
| 3.3.3.1. Alternatif | 24 |
| 3.3.3.2. Alternatif | 24 |
| 3.3.4. Gayrimenkul Riski | 24 |
| 3.3.5. Kredi Riski | 24 |
| 3.3.6. Kur Riski | 25 |
| 3.3.7. Türev Araçlar ve Oynaklıklar | 25 |
| 3.3.8. Korelasyon..... | 25 |
| 3.3.9. Trafik Işık Modeli Özeti | 26 |
| DÖRDÜNCÜ BÖLÜM | 26 |
| TÜRKİYE’DE EMEKLİLİK YATIRIM FONU PORTFÖY YÖNETİMİ | 26 |
| 4.1. EMEKLİLİK YATIRIM FONU PORTFÖY SINIRLAMALARI | 26 |
| 4.2. BİREYSEL EMEKLİLİK SİSTEMİNDE DENETİM MEKANİZMASI | 28 |
| 4.2.1. Hazine Müsteşarlığı Tarafından Yapılan Denetim | 28 |
| 4.2.2. Sermaye Piyasası Kurulu Tarafından Yapılan Denetim | 29 |
| 4.2.3. Emeklilik Gözetim Merkezince Yapılan Günlük Gözetim ve Denetim | 29 |
| 4.3. GENEL ÇIKARIMLAR VE ÖNERİLER..... | 30 |
| KAYNAKÇA | 39 |

GİRİŞ

İkinci emeklilik geliri ile bireylerin emeklilikte refah seviyelerinin artmasına, alt yapı yatırımları ve uzun vadeli yatırımlara kaynak yaratılarak sistemin yeni iş ve istihdam olanakları yaratmasına, sosyal güvenliğin kapsamının genişlemesine ve kamunun sosyal güvenlik kaynaklanan yükünün azaltılmasına, mali sektörde uzun vadeli fonların artmasına böylece mali sektörün daha sağlıklı işlemesine, enflasyonla mücadele ve istikrarlı büyümeye olumlu katkı sağlamasına, kurumsal yatırım stratejileriyle piyasalardaki dalgalanmaların ve spekülasyonların azalmasına, sermaye piyasalarının derinleşmesine olanak sağlanabilmesi için ülkemize getirilen bireysel emeklilik tasarruf ve yatırım sistemi, bir özel emeklilik sistemidir.

Kısaca, bireylerin emeklilik dönemlerinin finansmanına yönelik birikimlerinin toplanması ve değerlendirilmesi şeklinde özetlenen sistemin, yukarıda da belirtildiği üzere çok yönlü katkıların olduğu görülmektedir. Bundan dolayı, sistemin düzenleyici otoriteleri olan Sermaye Piyasası Kurulu ve T.C. Hazine Müsteşarlığı tarafından, sistemin doğru ve hatasız işlemesinin sağlanmasına yönelik, çeşitli kurallar ve uyulması gereken esaslar belirlenmiştir. Fakat sistemde kilit konumda bulunan emeklilik yatırım fonlarının işleyişi büyük ölçüde, hiçbir ekonomik birim veya düzenleyici otoritenin tam anlamıyla kontrol edemediği ya da çoğu zaman öngöremediği piyasa dinamiklerine dayanmaktadır. Bu yüzden emeklilik yatırım fonlarına yatırılan katkıların, etkin bir portföy yönetimi ile yönetilmesinin sağlanması gerekmektedir.

Bu çerçevede, bu çalışmada, emeklilik fonlarının portföylerine ne tür araçların dahil edilmesi gerektiği ve finansal otoriteler tarafından hangi kaygılarla yatırım sınırlamalarının getirildiği hususları ele alınmıştır. Çalışmada genel olarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki emeklilik fonu portföylerinin ne şekilde oluşturulması gerektiği ve son zamanlarda finansal otoritelerin emeklilik fonları için geliştirdiği senaryo bazlı denetim modelleri üzerinde durulacaktır.

Bu kapsamda çalışmanın birinci bölümünde, öncelikle gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki emeklilik fonlarının portföylerine hangi tür varlıkları dahil etmesi gerektiğine ilişkin çeşitli görüşlere yer verilmiştir. Emeklilik yatırım fonlarının uluslararası piyasalarda serbestçe yatırım yapmalarına izin verilip verilmemesi veya izin verilecekse hangi aşamada buna müsaade edileceği hususları üzerinde durulmuştur. Ayrıca emeklilik yatırım fonu portföylerinin oluşturulması aşamasında, hangi faktörlerin göz önünde bulundurulması gerektiği hususlarına yer verilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümü, emeklilik fonlarına getirilen yatırım sınırlamalarına ayrılmıştır. Bu çerçevede bu bölümde, OECD ülkelerinde emeklilik yatırım fonlarına yönelik getirilen portföy sınırlamalarına yer verilmiştir. Fonların yatırımlarına ilişkin söz konusu sınırlamaların, finansal otoriteler tarafından neden getirildiği açıklanmaya çalışılmıştır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde, dünya genelinde emeklilik yatırım fonlarının karşılaştığı risklere yer verilmiştir. Finansal denetleme otoritelerinin, emeklilik

şirketlerinin denetim ve gözetimine ilişkin uygulamaya koydukları senaryo bazlı sistemlerden bahsedilmiş ve İsveç'te 2006 yılı başında devreye sokulan trafik ışık sistemi anlatılmıştır.

Çalışmanın dördüncü bölümü, Türkiye'deki emeklilik yatırım fonlarına getirilen portföy sınırlamalarına ayrılmıştır. Ayrıca, dünya genelindeki emeklilik yatırım fonlarına ilişkin çıkarımlarda bulunulmuştur. Söz konusu çıkarımların, Türkiye'deki sisteme olacak muhtemel yansımalarına değinilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

Emeklilik Yatırım Fonlarının Portföy Dağılımları

1.1. Liberalleşen Piyasalar

Emeklilik yatırım fonlarının, uluslararası piyasalarda serbestçe yatırım yapmalarına izin verilip verilmemesi veya izin verilecekse hangi aşamada buna müsaade edileceği hususu, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde bir tartışma konusudur.

Gelişmekte olan ülkeler perspektifinden konu ele alındığında, çok farklı sonuçlara ulaşıldığı görülmektedir. Emeklilik yatırım fonlarının yabancı piyasalarda yatırım yapmalarına ilişkin iznin, dağıtım esaslı sosyal güvenlik sisteminden özel emeklilik sistemine geçilmesinden 10 yıl sonra verildiği Şili örneğinden¹ yola çıkılarak; başlangıçta tam anlamıyla bir sınırlama getirilmesinin uygun olacağı üzerinde durulmaktadır (Fontaine. 1996, Vittas. 1995). Özel emeklilik sisteminin uygulanmaya başlandığı ilk zamanlarda sermaye çıkışlarına getirilecek olan sınırlandırmalar sayesinde, emeklilik yatırım fonlarının yerel sermaye piyasalarının gelişimine olan katkılarının daha çok olacağı ve zorunlu sosyal güvenlik sisteminden özel emeklilik sistemine geçişin getireceği mali yüklerin de bu şekilde azaltılacağı iddia edilmektedir. Diğer taraftan, Kotlikoff, dünya portföyünü² (world portfolio) elinde bulunduran tek bir emeklilik yatırım fonunun kurulmasını tavsiye etmektedir (Kotlikoff. 1994). Birkaç çeşitli görüş dışında, Kotlikoff'un büyük oranda portföy seçim teorisinden³ etkilendiği düşünülmektedir.

1.2. Global Çeşitlendirmenin Faydaları ve Yerli Varlık Tercihleri

Siyasi krizlerin sıkça yaşandığı ve dışsal şokların yüksek düzeyde hissedildiği gelişmekte olan ülkelerde, riskin azaltılabilme potansiyelinin çok daha yüksek olduğu görülmektedir. Aşağıdaki tabloda, gelişmiş ülkelerin ve gelişmekte olan bölgelerden bir kısmının oynaklık göstergeleri yer almaktadır. Uluslararası çeşitlendirme yoluyla riskin azaltılması, gelişmekte olan ülkelerde belirli katkı

¹ Şili'de sosyal güvenlik sistemi 1981 yılında özelleştirilmiştir.

² Uluslararası piyasalardan serbestçe yararlanılarak oluşturulan portföyler.

³ Modern Finansman Teorisinin temel modellerinden olan Portföy Seçim Modeli Harry Markowitz tarafından 1952 yılında geliştirilmiştir. Model, uluslararası piyasalardan sınırsız şekilde yararlanılarak hazırlanan portföyün, en optimal portföy seçimi olacağını belirtmektedir.

planları sunan⁴ emeklilik sistemindeki emeklileri açıkça korumakta, belirli fayda planları sunan⁵ emeklilik sistemlerinde ise yatırım hedeflerinin tutturulabilmesinde sponsor şirketlere koruma sağlamaktadır.

Tablo 1. Oynaklık Göstergeleri
(Yıllık Gözlemlerin Standart Sapması, 1970-1992)

| | Gelişmiş Ülkeler | Latin Amerika | Doğu Asya | Güney Asya | Sahra Altı Afrika |
|---------------------------------|---------------------|------------------|--------------|---------------|----------------------|
| Özel Tüketim Büyüme Oranı | 2,1 | 5,6 | 4,1 | 5,4 | 10,3 |
| Mali Açık (yüzde GYSMH) | 2,4 | 4,7 | 2,4 | 4,2 | 3,7 |
| Dar Para Arzı (yüzde GYSMH) | 2,4 | 5,5 | 1,9 | 1,4 | 3,8 |
| Dış Ticaret Haddi (yüzde GYSMH) | 8,9 | 15,1 | 8,0 | 7,9 | 22,1 |
| Sermaye Akışları (yüzde GYSMH) | 1,7 | 2,8 | 1,5 | 1,1 | 6,1 |

Kaynak: Hausman ve Gavin (1996)

Modern Portföy Teorisi⁶ ve en önemli unsuru olan Finansal Varlık Fiyatlandırma Modeli⁷, tam verimli entegre bir piyasada dünya portföyünün en optimal portföy seçeneği olduğunu belirtmektedir. Yeterli oranda yabancı varlıkları bünyesinde barındırmayan herhangi bir portföyde, free lunch⁸ fırsatı söz konusudur: uluslararası çeşitlendirme yoluyla, beklenen getiri oranından taviz verilmeden sistematik olmayan riskin ortadan kaldırılarak toplam riskin azaltılabilmesi mümkündür. Diğer bir deyişle, global çeşitlendirme verilen belirli bir risk düzeyi için beklenen getiri oranını artırmaktadır. Çeşitlendirmenin faydaları, yatırımcının ülkesine ait piyasalarla bağı bulunmayan piyasalara yönlendirilen yatırımlar yoluyla azalan riski içermektedir. Uluslararası piyasalarda yapılan çeşitlendirme, riski, domestik piyasalarda yapılan çeşitlendirmeden daha hızlı bir şekilde azaltmaktadır. Çünkü yerli menkul kıymetler ülkesel şoklara birlikte maruz kalmaları nedeniyle, söz konusu şoklara karşı daha güçlü bir korelasyon sergilemektedirler.

Gelişmiş ülkelerle kıyaslandığında, global çeşitlendirmenin sağladığı faydalar gelişmekte olan ülkeler açısından çok daha farklı görünmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin piyasalarındaki yatırım araçlarını kullanarak portföyünü çeşitlendirmeye

4 Emeklilikte elde edilecek gelir düzeyinin, katkıların ne kadar başarılı şekilde yatırıma yönlendirildiğine bağlı olarak değiştiği emeklilik planları.

⁵ Emeklilik zamanında alınacak gelirin başlangıçta belli olduğu ve işveren veya sponsor şirket tarafından taahhüt edildiği, işveren ve/veya çalışan tarafından yapılan katkıların bir fonda toplanarak yatırıma yönlendirildiği emeklilik planları.

⁶ Modern Portföy Teorisi, rasyonel yatırımcıların portföylerini en optimum seviyeye getirmek için çeşitlendirmeyi nasıl kullanmaları gerektiği ve riskli finansal araçların nasıl fiyatlandırılması gerektiği hususlarında öneriler sunmaktadır. Markowitz çeşitlemesi, finansal araç fiyatlandırma modeli, alfa ve beta katsayıları, sermaye pazarı doğrusu ve menkul kıymet pazar doğrusu teorisinin temel kavramlarıdır.

⁷ Finansal Araç Fiyatlandırma Modeli, finans biliminde bir finansal aracın teorik olarak sağlaması gereken uygun getiri oranının tespiti için kullanılır. Eğer ki söz konusu yatırım aracı çok iyi çeşitlendirilmiş bir portföye alınmışsa.

⁸ Ekonomi bilimi, her seçimin bir fırsat maliyeti olacağından dolayı free lunch imkânının söz konusu olmadığını vurgulamaktadır. Kısaca free lunch tabiri fırsat maliyetini göstermektedir. Çeşitlendirme sayesinde portföyün riski azaltılabilmektedir. Bu durum, getiri oranının da azalması gerektiği anlamına gelmemektedir. Bundan dolayı varlık çeşitlendirmesinin, finanstaki tek free lunch fırsatı olduğu ifade edilmektedir.

başlayan bir yatırımcı, artan ortalama getiri oranı ve azalan portföy riskiyle, free lunch fırsatından yararlanır. Diğer taraftan, gelişmekte olan ülkelerdeki yatırımcıların gelişmiş piyasalarda yatırım yaparak çeşitlendirme yoluna gitmesi sonucu, ortalama getiri oranında azalma ve toplam portföy riskinde düşüş gerçekleşecektir. Aşağıdaki tablo söz konusu durumu izah etmektedir:

Tablo 2. Borsa Toplam Getiri Endeksleri
(US\$; Aralık 1990 – Aralık 1995)

| | Yıllıklandırılmış Ortalama Getiri, % | Yıllıklandırılmış Standart Sapma | S&P 500 ile Korelasyon | Uluslararası Sermayeleşmede Yerel Piyasanın Oranı, % |
|------------------|---|-------------------------------------|---------------------------|---|
| Latin Amerika | 26,52 | 27,12 | 0,38 | |
| *Arjantin | 48,84 | 61,14 | 0,31 | 0,21 |
| *Şili | 34,32 | 28,13 | 0,26 | 0,42 |
| *Peru | 35,88 | 39,56 | 0,19 | 0,07 |
| US, S&P 500 | 15,96 | 10,15 | 1,00 | |
| FT Europac | 10,2 | 15,97 | 0,38 | |

Kaynak: IFC, Emerging Stock Markets Factbook 1996.

Her ne kadar Latin Amerika piyasalarının, 1990'lı yılların ilk yarısında yatırımcılara sağladığı yüksek getiri oranları devam etmese de Tablo 2, global çeşitlendirme durumunda Latin Amerika emeklilik yatırım fonlarının güçlü bir risk-getiri takası ile karşı karşıya olduklarını göstermektedir. Kotlikoff'un öğretilerine göre, Peru'daki emeklilik yatırım fonlarının portföylerindeki toplam varlıkların sadece %0,07'si yerli varlık olarak tutulmalıdır. Uluslararası piyasalardan sınırsız bir şekilde yararlanılarak seçilen yabancı varlıkların portföylere dâhil edilmesi yoluyla, emeklilik yatırım fonları yerli piyasalardan ayrıştırılmaktadır. Söz konusu ayrıştırma, emeklilik reformlarının yeni yeni ortaya çıkmaya başladığı gelişmekte olan ülkelerde, emeklilik haklarını ellerinde bulunduranların ilk başlardaki yüksek sermaye kazançlarından mahrum kalacağı anlamına gelmektedir. Diğer taraftan, yerli piyasaların sağladığı yüksek getirilerin teşvikiyle fonların portföyleri büyük ölçüde yerli varlıklardan oluşturulduğu takdirde, emeklilik gelirleri (Belirli Katkı Planları'nda) ve bu suretle özel tüketim miktarı büyük oranda ülkelerin kendilerine özgü ekonomik şoklarıyla (idiosyncratic shocks) karşılıklı ilişki içerisinde olacaktır⁹.

Fon portföylerinin, uygun şekilde oluşturulabilmesi için yatırımcıların riskten kaçınma derecelerinin de göz önünde bulundurulması gerekmektedir. Söz konusu husus, gelişmekte olan ülkeler açısından ele alındığında, yüksek düzeyde riskten kaçınma derecesi, yüksek oranda yabancı varlık bulundurmaya zorunlu kılacaktır. Burada, riskten kaçınma derecesi ile kişi başı gelir ve emeklilik gelirlerinin ters oranlı olduğunun da not edilmesi gerekmektedir.

⁹ Konuya ilişkin olarak, 1995 yılında Şili'de yaşanan durum örnek olarak gösterilebilir. Başlangıçta Şili'deki emeklilik yatırım fonları, yatırımlarının hemen hemen hepsini yerli varlıklara yöneltmiş ve bu sayede müşterilerine uzun bir dönem (yaklaşık olarak 13 yıl) ortalama %13,3 oranında getiri sağlamışlardır. Fakat 1995 yılında, ülkedeki elektrik ve telekomünikasyon şirketlerinin yaşadığı sıkıntılar emeklilik yatırım fonlarını olumsuz etkilemiş ve yatırımlarından %3,7 oranında zarar etmelerine yol açmıştır.

OECD ülkelerindeki emeklilik yatırım fonlarının portföy yapıları incelendiğinde, uluslararası piyasalardan çeşitlendirme yoluna gidilerek dünya portföyü oluşturulması gerektiğini belirten standart portföy seçimi modellerinin aksine, büyük oranda yerli sermaye piyasası araçlarının yatırım amaçlı kullanıldığı görülmektedir. Uluslararası çeşitlendirme üzerine yapılan çok sayıda araştırma genel olarak, yurtiçi sermaye piyasası araçlarına olan söz konusu eğilimin sadece yabancı yatırımlara getirilen sermaye kontrolleri ve diğer bürokratik engeller ile tam olarak izah edilemeyeceği üzerinde durmaktadır (Lewis. 1994). Emeklilik yatırım fonları söz konusu olduğunda, yukarıdaki duruma açıklık getirebilecek birkaç husus bulunmaktadır:

- Emeklilik yatırım fonları sadece getiri oranını maksimize etmeyi hedeflememekte, aynı zamanda varlıklarının gerçek satın alma güçlerini de düşünmek zorundadırlar. Nitekim temelde döviz kuru dalgalanmalarından dolayı satın alma gücü paritesinde¹⁰ uzun dönem sapmalar görülmektedir. Eğer emekliler, ağırlıklı olarak ticareti yapılmayan mallar kullanacak olursa, emeklilik varlıkları yurt içi yatırım araçlarına yönelecektir. Bu yüzden emeklilik yatırım fonları kurdan etkilenme risklerini, tipik bir emeklinin tüketim sepeti içindeki ticareti yapılan malların oranıyla karşılaştırılabilir ölçüde ayarlamak isteyecektir. Dolayısıyla küçük ülkelerdeki yatırımcılar, kendi kendine yetebilen büyük ülkelerdeki yatırımcılara kıyasla, portföylerinde yabancı sermaye piyasası araçlarına daha çok yer vereceklerdir. Fakat buradaki iddia, döviz riskinin sağlam bir portföyde kısmen dağıtılabileceği veya söz konusu riskin azaltılabileceği (hedge edilebileceği) faktörünü göz ardı etmektedir.
- İkinci olarak, gelişmiş ülkelerdeki emeklilik yatırım fonlarının ve hayat sigortası şirketlerinin diğer yatırım fonlarına kıyasla yurt içi varlıkları daha çok tercih etmesinin nedeni, emeklilik fonlarının risk toleranslarının düşük olmasına bağlanmıştır (Folkerts, Landau. 1995). Emeklilik yatırım fonları tamamıyla, yatırımlardan beklenen getiri oranının elde edilememe riskine açık durumda bulunmaktadır. Eğer emeklilik fonu yöneticileri, katılımcılardan daha fazla risk rizikosu algılamasına sahipse, net varlık değerinin belirli bir oranıyla tazmin edilen diğer yatırım fonu yöneticilerinin aksine, emeklilik fonu varlıkları daha güvenilir bulunan yerli araçlara yönlendirilecektir.
- Üçüncü olarak, diğer yatırım fonlarının aksine emeklilik yatırım fonları, portföylerinde tutulan varlık karışımlarının, yükümlülüklerinin yapısıyla uyumlu olmasını gözetmek zorundadırlar. Emeklilik planlarının getireceği faydalar ve uzun vadede yapılacak olan ödemeler, yatırım portföylerinin yapısını şekillendiren temel etkenlerdir. Olgunlaşmış emeklilik yatırım fonları, özellikle borçlarını ödeyememe riski taşımakta olanlar; kur riski ve potansiyel olarak sermaye kaybı riski içeren yatırım araçlarından uzak

¹⁰ Satın alma gücü paritesi, ülkeler arasındaki fiyat düzeyi farklılaşmasını ortadan kaldıran para birimi dönüştürme oranıdır. Eldeki toplu bir para parite oranı farklı bir para birimine dönüştürüldüğünde, tüm ülkelerde aynı sepetteki mal ve hizmetler satın alınabilir.

duracak ve bunların yerine yurt içi tahvilleri tercih edeceklerdir. Ayrıca çeşitli OECD ülkelerinde konservatif portföyler, geçici süreli açıklara çeşitli cezalar getiren muhasebe kuralları ve portföy sınırlamalarıyla teşvik edilmektedir (Davis, 1995).

- Dördüncü olarak, bir zamanlar Almanya ve Hollanda piyasalarında yaşandığı gibi, yerli borçlanma araçlarının emsallerine göre sağlamış olduğu yüksek getiriler, yurt içi varlıklara olan eğilimi kısmen açıklamaktadır. Fakat sermaye piyasalarının liberalleşmesiyle, enflasyona endekslî söz konusu tahvillerin getiri oranları azalmıştır.

Yukarıda yer alan faktörler, OECD ülkelerindeki emeklilik yatırım fonlarının yurt içi sermaye piyasası araçlarına olan eğilimini izah edebilir fakat gelişmekte olan ülkeler açısından durum biraz daha farklıdır. İlk olarak, gelişmekte olan ülkelerin yatırım araçları, gelişmiş ülkelerin yatırım araçlarına kıyasla daha yüksek getiri sağlamaktadırlar. Bununla birlikte, daha yüksek bir volatiliteye sahiptirler. Risk ve getiri arasındaki bu karşılıklı ilişki, yurt içi yatırım araçlarının tercihi ile düşük risk toleransının arasında negatif bir ilişkinin olduğunu ortaya koymaktadır. İkinci olarak, gelişmekte olan ülkelerdeki emeklilik yatırım fonları henüz olgunlaşma aşamasında olduklarından ve bu ülkelerdeki emeklilik planları genel olarak belirli katkı planları şeklinde olduğundan; söz konusu fonlar kur riskini ve muhtemel sermaye kayıplarını olgunlaşmış fonlara nazaran daha iyi tolere edebilmektedirler. Dolayısıyla gelişmekte olan ülkelerdeki emeklilik fonları, yabancı varlıkların sağlamış olduğu portföy çeşitlendirmesinden daha verimli bir şekilde faydalanabilirler. Üçüncü olarak, yukarıda Almanya ve Hollanda örneklerinde olduğu gibi, büyük oranda yerli sermaye piyasası araçlarına yapılan yatırımların doğurduğu riski kompanse edebilecek, uzun vadede yüksek getiri getirebilecek yerli bir tahvil ihracı söz konusu değildir¹¹. Son olarak, uygun yerli yatırım araçlarının eksikliği ve yurt içi piyasalarındaki likidite yetersizliği, gelişmekte olan ülkelerdeki emeklilik yatırım fonlarını, yabancı varlıklar üzerine yatırım yapmaya itebilir¹².

1.3. Varlık Dağılımlarında Göz Önünde Bulundurulması Gereken Hususlar

Emeklilik yatırım fonları, sponsor şirketler ve katılımcılar tarafından sağlanan fonları bir havuzda toplayan ve gelecekte katılımcılarına emeklilik hakkını sunabilmek için söz konusu fonları yatırımlara yönlendiren şirketlerdir. Bu suretle, bireylerin emeklilik dönemlerindeki ihtiyaçlarını karşılayabilmeleri için, çalışma hayatında elde edilen kazancın bir bölümünün tasarrufa yönlendirilmesini sağlayan vasıta konumundadırlar. Böylesi fonlara dayalı emeklilik planlarının katılımcılarına sağlayacağı getiriler, tümüyle piyasa koşullarına bağlı olabileceği gibi (belirli katkı fonları), belirli bir getiri oranı garantisıyla (belirli fayda fonları) koruma altına alınmış da olabilmektedir. İkinci tür planlar ilkinde olmayan, sigorta özelliklerine

¹¹ Şili, bu duruma istisna olarak gösterilebilir.

¹² Fakat Şili'deki portföy sınırlamaları ortadan kalktıktan sonra dahi fonların yurt dışı piyasalara yönelmediği görülmektedir.

sahiptir. Belirli fayda planlarında, taahhüt edilen ikame oranı¹³ (replacement rate), belirli şartlar altında sponsor şirketin iflasına karşı garanti altındadır. Son yıllarda emeklilik şirketlerinin, taahhütlerinin riskini minimize etmeye çalışmaları ve katılımcıların, tasarruflarının fonlar arasında serbestçe transfer edilebilmesini istemeleri, belirli katkı planlarının artmasına neden olmaktadır.

Hem belirli fayda hem de belirli katkı fonlarında, portföy dağılımlarının ve bunlara ilişkin varlıkların getiri ve risk oranlarının, çalışma gelirlerinin ortalama büyüme oranlarıyla olan uyumunun gözetilmesi gerekmekte ve hatta söz konusu oranların aşılması tercih edilmektedir. Bu şekilde, emeklilik zamanında belirli katkı planlarıyla finanse edilen ve emeklilik sözleşmesi alınımının sağladığı ikame oranı maksimize edilmekle birlikte, belirli fayda planlarıyla emeklilik hizmeti sunan şirketlerin maliyetleri minimize edilmektedir. Yükümlülük ve çalışma gelirleri arasındaki söz konusu ilişki, sigorta şirketleriyle olan kesin bir farkı ortaya koymaktadır. Öyle ki emeklilik yatırım fonlarının varlık bulundurma riskinin artmasının yanında, nominal yükümlülüklerin artması (örneğin, ücret artışları yüzünden) riski de söz konusudur. Bu yüzden, söz konusu fonlar tarafından oynaklığın getiri ile takasının yapılması gerekmektedir. Gerçekte, emeklilik yatırım fonlarının yükümlülükleri, sabit nominal tutar şeklinde değil, reel olarak gösterilmektedir. Bu yüzden bu fonlar, çeşitli şekillerde enflasyondan korunma sağlayan reel varlıklar üzerine de odaklanmak zorundadırlar. Bu durum hisse senedi ve emlak varlıkları üzerine odaklanması gerektiği anlamına gelmektedir.

Bireysel emeklilik yatırım fonlarının portföy dağılımlarını etkileyen diğer bir faktör de olgunlaşmadır (maturity); aktif üyelerin pasif üyelere oranı. Yüklü tutarda geri ödemelerin gerçekleştirildiği olgunlaşmış emeklilik fonlarına nazaran daha az tutarda emekli aylığı ödemelerinin yapıldığı henüz büyümekte olan emeklilik fonlarında, yükümlülüklerin vadesi (iskonto edilmiş emekli aylıklarının ödenmesi gereken zamana olan ortalama süre) daha uzun sürelidir. Diğer taraftan kapanmakta veya tasfiye halinde olan fonların yükümlülüklerinin vadesi ise olgunlaşmış fonlara nazaran daha kısa sürelidir. Yukarıda yer alan hususlar çerçevesinde, yükümlülüklerin değişen vadeleri göz önünde bulundurulduğunda, henüz olgunlaşmamış durumda olan fonların büyük ölçüde hisse senetlerine (nakit akışları uzun süreli olan), olgunlaşmış emeklilik şirketlerinin hisse senedi ve tahvil karışımlarına ve tasfiye halindeki fonların ise büyük ölçüde tahvillere (nakit akışları kısa süreli olan) yatırım yapmalarının rasyonel olacağı sonuçlarına ulaşılmaktadır. Bu yüzden, portföylerde büyük değişimlere ihtiyaç duyabilecek olan aktiflerin vade esnekliği zamanla önemli hale gelmektedir.

Diğer taraftan, emeklilik yatırım fonları çoğu zaman, finansal olmayan amaçlar doğrultusunda yatırım yapmaya zorlanmaktadır. Özellikle, söz konusu fonlara çoğu kez sosyal sorumluluğa dayalı yatırım yapmaları yönünde baskılar uygulanmaktadır (sosyal sorumluluğa dayalı yatırımlar alanında uzmanlaşmış yatırım fonları bulunmasına rağmen). 1999 yılında İngiltere’de, özel sektör fonlarının %19’u

¹³ Bireyin emeklilik döneminde de aynı yaşam standartını devam ettirebilmesi için gereken, çalışma hayatında elde edilen gelirin belirli bir yüzdesi olarak ifade edilen oran; genel olarak %60-%90 arasında.

ve kamu sektörü fonlarının %31'i etik düşünceler göz önünde bulundurularak yatırımlara yönlendirilmiştir (Targett. 2000). Fonlar, ayrıca yerel altyapı projelerine yatırım yapmaları hususunda da yönlendirilebilmektedirler (Clark. 1999). Kar amacı gütmeyen, vergi imtiyazlı statüleri ve emeklilik finansmanı ile iş güvenliği arasındaki ilişkinin yanlış algılanması, söz konusu baskıların nedenleri arasında sayılabilir. Yatırım ve risk kararlarının ve getiri maksimizasyon hedeflemelerinin, bu şekilde sınırlandırılması veya yönlendirilmesi katılımcılar ve sponsor şirketler arasında çeşitli tartışmalara yol açmaktadır. Örneğin, Mitchell ve Hsin tarafından, Amerika'daki yerel veya eyalet bazındaki kamu emeklilik planları kapsamında varlıkların bir bölümünün daha güçlü bir hizmet veya daha yüksek bir vergi matrahı oluşturulabilmesi yönünde, bir kısım projelere yönlendirildiği belirtilmektedir (Mitchell-Hsin. 1994). Bu fonlar, diğerlerine nazaran daha düşük getiri sağlama eğilimi sergilemektedirler. Bu durum, kaynakların verimsiz bir şekilde kullanıldığı anlamına gelmektedir.

Belirli katkı planları ve belirli fayda planlarının yükümlülükleri ve yatırım yaklaşımları arasındaki temel farklılıklar aşağıda ayrı başlıklar halinde ele alınmaktadır:

1.3.1. Belirli Katkı Planları

Belirli katkı planlarında, sponsor şirketler sadece planlara katkı sağlamakla sorumludurlar. Emeklilik zamanında, katılımcılara ödenecek olan aylıklara ilişkin herhangi bir taahhüt veya garanti söz konusu değildir. Dolayısıyla, belirli katkı planı sağlayıcılarının maruz kaldığı finansal riskler, katılımcıların aksine minimum düzeydedir. Bazı durumlarda, portföy dağılımları sadece sponsor şirket ve onun atadığı yatırım yöneticileri tarafından tayin edilmektedir. Bundan dolayı, karsız yatırımlara ilişkin katılımcılar tarafından dava açılması riski söz konusudur. Fakat artan bir şekilde, yatırım fonlarının seçilmesi yoluyla katılımcıların da varlık tahsisine ilişkin karar vermelerine izin verilmeye başlanmıştır. Amerikan 401 (k) planları,¹⁴ söz konusu uygulamaya örnek teşkil etmektedir.

Portföy hedefleri söz konusu olduğunda, belirli katkı planları esas itibariyle, verilen risk düzeyi için getiri maksimizasyonunu amaçlamaktadır. Bu durum, “*standart sapma-varyans portföy optimizasyonu planının*” çok yakından takip edildiği anlamına gelmektedir.¹⁵ Verimli portföylerin sınırları üzerinde uygun bir noktanın seçilebilmesi için, emeklilik planı katılımcıların risk toleranslarının belirlenmesi gerekmektedir. Kabul edilebilir en yüksek risk seviyesi, emeklilik dönemi beklenen değer en yüksek olacağı anlamına gelmektedir¹⁶ (Blake. 1997). Fonlar tarafından ayrıca, emekliliklerine az kalmış olan katılımcılar için, düşük riskli

¹⁴ 401(k), işverenin sponsor olduğu bir emeklilik planıdır. Bu plan, çalışanın emeklilik dönemi için yaptığı tasarrufların vergiden muaf tutulmasını sağlar. Çalışan ücretinin belirli bir bölümünü işverenden hemen isteyebileceği gibi 401(k) hesabına aktarılmaya devam edilmesini isteyebilir.

¹⁵ Burada yatırımların ana hedefi, varlıkların portföy içerisindeki dağılımlarının, risk ve getiri arasındaki değiş tokuşun optimal bir düzeyde gerçekleşmesini sağlayacak şekilde oluşturulmasıdır.

¹⁶ Blake tarafından söz konusu durum, riske ayarlı beklenen değerin maksimize edilmesi (maximizing risk adjusted expected value) şeklinde kavramlaştırılmıştır.

varlıklara yönelme ihtiyacı duyulmaktadır (Booth ve Yakoubov. 2000). Böylece yukarıda taslağı çizilen sürenin kısaltılması ve emeklilik öncesi piyasa oynaklığına maruz kalma riskinin azaltılması sağlanacaktır. Aksi takdirde, emeklilik gelirlerinin keskin bir şekilde azalması riskiyle karşılaşılması muhtemel olacaktır. Bu durum, piyasa portföyünün zaman içinde değiştiği anlamına gelmektedir.

Emeklilik yaklaşımlarının, sabit borçlanma araçlarına olan yönelimi gerekli kılmasına kadar, portföy gelirlerinin büyük bir kısmının, riskten kaçınma derecelerine bağlı olarak, hisse senetlerinden elde edilen yüksek getirilerle sağlandığı görülmektedir. Emeklilik şirketleri için varlık dağılımlarının seçimi aşamasındaki riskten kaçınma derecesi, kaynakların verimli bir şekilde kullanılmayıp beklenenin altında getiri sağlandığı durumlarda yatırımcılar tarafından fon aleyhine dava açılması endişesinin derecesine bağlıdır.

1.3.2. Belirli Fayda Planları

Belirli katkı planlarının aksine, belirli fayda planları çok çeşitli risklerle karşı karşıyadır:

- Reel çalışma gelirleri, emeklilik yatırım fonları tarafından finanse edilen ikame oranlarını etkilemektedir. Genel olarak, belirli bir ikame oranının garanti edildiği düşünüldüğünde, emeklilik fonları söz konusu hususa ilişkin bir riskle karşı karşıyadırlar.
- Gelecekte yapılacak olan ödemelerin, faiz oranları doğrultusunda iskonto edileceği düşünüldüğünde, fonların yükümlülüklerinin faiz oranlarından etkilendiği sonucuna ulaşılmaktadır. Bu yüzden, önemli faiz oranı riskleri söz konusudur.
- Ahlaki risk, fonlar tarafından sağlanan annüitelerin maliyetini etkilemektedir.
- Varlık getirilerinin azalması, aktif-pasif dengesini etkileyecektir.
- Ayrıca, mevzuat değişikliklerinden¹⁷ kaynaklanan riskler de söz konusudur. Söz konusu değişiklikler, fonların yükümlülükleri üzerinde beklenmedik ve büyük çapta değişimlere yol açabilmektedir. İngiltere’de yürürlüğe geçirilen Emeklilik Koruma Fonu (Protection Pension Fund)¹⁸ bu tarz değişikliklere örnek teşkil etmektedir.

Belirli fayda esasına göre dizayn edilmiş emeklilik fonlarının, sponsorun garantisinden kaynaklanan yükümlülükleri, temel olarak şirket borcu hüviyetindedir (Bodie. 1991). Uygun yatırım stratejileri, girilen borcun niteliğine, emekli aylığı ödemelerinde endekslemenin yapılıp yapılmamasına ve iş gücünün demografik yapısına bağlıdır. Yatırım stratejileri aynı zamanda, finansal otoritelerin koymuş olduğu minimum finansman kurallarına da bağlıdır. Görüldüğü üzere yatırım stratejilerinin belirlenmesi aşamasında göz önünde bulundurulması gereken çok

¹⁷ Endeksleme, portföylerin taşınabilirliği, yeni bir yasanın yürürlüğe girmesi vb.

¹⁸ Yakın zamanda İngiltere’de uygulamaya geçirilen Emeklilik Koruma Fonu ile belirli fayda planları kapsamında garanti altına alınmış olan taahhütlerin sponsor şirket tarafından yerine getirilmesi imkansızlaştığı durumlarda yatırımcıların zararları tazmin edilmektedir.

sayıda husus söz konusudur. Bu hususlar aynı zamanda yatırımlardan elde edilmesi düşünülen getiri oranları üzerinde de etkili olmaktadır. Bundan dolayı, yatırımlardan beklenen getirilerinin elde edilememesi riskinin de göz önünde bulundurulması gerekmektedir.

Belirli fayda esasına dayanan emeklilik planları için uygun yatırım stratejilerine ilişkin ilave bilgilerin verilebilmesi için çeşitli tanımların yapılması gerekmektedir:

Birikmiş Fayda Yükümlülükleri (Accumulated Benefit Obligation, ABO), herhangi bir emeklilik planının hemen kapatılması durumunda, yerine getirmek zorunda olduğu mevcut yükümlülüklerin yaklaşık tutarını belirtmektedir.

Tahmini Fayda Yükümlülükleri (Projected Benefit Obligation, PBO), herhangi bir emeklilik planının sürekli olarak devam edeceği, yakın gelecekte sonlandırılmayacağı varsayımı doğrultusunda, hesaplamanın yapıldığı gün itibariyle yerine getirilmesi gereken yükümlülüklerinin toplam tutarını belirtmektedir.

Endekslenmiş Fayda Yükümlülükleri (Indexed Benefit Obligation, IBO), herhangi bir emeklilik planının, emeklilik sonrasında yapılan emekli aylığı ödemelerinin fiyat endekslemesinin yapıldığı varsayımıyla hesap edilen yükümlülüklerin toplam tutarını belirtmektedir.

Eğer sponsor şirket birikmiş fayda yükümlülüklerini fonlamak istiyorsa, yükümlülüklerin faiz riskinden muaf kılınması için, pasiflerle aynı vadeli tahvillere yatırım yapılması uygun olacaktır.

Tahmini fayda yükümlülüklerin hedef alındığı durumda, riskteki azalmanın portföy çeşitlendirmesine bağlı olduğu göz önünde bulundurulduğunda, çeşitlendirme politikasının en uygun yatırım stratejisi olacağı sonucuna ulaşılabilecektir (Ambachtsheer, 1988). Ayrıca belirli fayda planlarında, yükümlülükler için endeksleme tekniğinin de dahil edilmesi olağan görülmektedir. Netice olarak, tahvillerin yanında hisse senedi ve emlak gibi reel varlıkların da önemli oranlarda portföye alınmasının, fon yöneticileri ve aktörler tarafından uygun görüleceği kabul edilmektedir.

Diğer taraftan, vergi ile ilgili göz önünde bulundurulması gereken hususlar da yer almaktadır. Hem belirli katkı hem de belirli fayda planları için, vergi öncesi ile vergi sonrası getirileri arasındaki farkı (spread) en yüksek olan varlıklara yatırım yapılması suretiyle, emeklilik yatırım fonlarının vergi avantajlarının maksimize edilmesine yönelik mali teşvikler söz konusudur (Black, 1980). Söz konusu vergi etkisi, birçok ülkede tahvillere yatırım yapılmasını teşvik etmektedir. Ayrıca, vergi indirimlerinden maksimum düzeyde yararlanılabilmesi için, belirli fayda planlarıyla gerekenin üzerinde yatırım yapılması yönünde bir eğilim söz konusudur. Bu durum çoğu zaman, finansman üzerine getirilen sınırlamalarla önlenmeye çalışılmaktadır.

Aşırı fonlamaya getirilen minimum finansman limitleri, varlık çeşitlemesine, yükümlülüklerin toplam değeri civarında tolerans limitleri sağlamaktadır (Blake. 1997). Risk seviyeleri, getiri oranları ve vade yapıları fonun yükümlülükleriyle uyumlu olacak şekilde seçilen varlıklardan oluşturulan portföylere, yükümlülüklerden muaf kılan portföy adı verilmektedir (liability immunizing portfolio). Bu şekilde portföyler, faiz oranlarındaki, reel gelir büyüme oranlarındaki ve enflasyondaki değişikliklere karşı korunmaktadırlar.

İKİNCİ BÖLÜM

Emeklilik Yatırım Fonları Portföy Düzenlemeleri

2.1. Emeklilik Yatırım Fonlarına İlişkin Düzenlemelerin Sebepleri

Piyasaların işleyişine yönelik devlet müdahalesi, bir piyasa başarısızlığının ortaya çıktığı durumlar için söz konusu olmaktadır. Finans piyasalarında başlıca 3 çeşit piyasa başarısızlığı bulunmaktadır: bilgi asimetrisi, dışsallık ve tekel. Emeklilik yatırım fonlarının işlem yaptığı finansal piyasalarda, söz konusu piyasa başarısızlıkların önemli boyutlarda var olduğu düşünüldüğünde, ilgili fonlara yönelik çeşitli düzenlemelerin yapılmasının gerektiği sonucuna ulaşılmaktadır. Bununla birlikte, emeklilik yatırım fonlarına yönelik düzenlemelerin sebeplerinin mütalaa edilebilmesinin tek yolu finansa dayalı yaklaşımlar değildir. Emeklilik sözleşmelerinin tarafsızlığını, yeterliliğini ve güvenilirliğini geliştirmeyi amaçlayan düzenlemeler, finansal görüşlerden bağımsız olarak ele alınmalıdır. Emeklilik yatırım fonlarına getirilen vergi imtiyazları, söz konusu alternatif görüşü desteklemektedir. Fakat öncelikle emeklilik yatırım fonlarının finansal kurum kimliği üzerinde durulacaktır.

Bilgi asimetrisi söz konusu olduğunda, finansal bir hizmetin alıcısı konumunda olan bireyler, söz konusu hizmetin kalitesine ilişkin yeterli bilgiye sahip değillerse, hizmet sağlayıcılarının istismarına maruz kalabilmektedirler. Bu durum, ilgili finansal kuruluşun kendiliğinden başarısız olacağının yanında dolandırıcılığa, ihmalkârlığa, yetersiz ve adil olmayan muamelelerin ortaya çıkmasına yol açacaktır. Sayılan hususlar, özellikle emeklilik yatırım fonlarının sunmuş olduğu hizmetlerin perakende kullanıcıları açısından çok büyük öneme sahiptir. Çünkü katılımcıların servetlerinin büyük bir kısmı, yapılan sözleşmeler kapsamında, gelecekte alınacak bir hizmet karşılığında fonlara aktarılmaktadır. Aynı şekilde, emeklilik yatırım fonlarının maruz kaldığı tüm risklerin değerlendirilmesi, katılımcılar açısından pek mümkün görünmemektedir.

Bilgi asimetrisi, finansal piyasaların toptan kullanıcıları için daha az önem arz etmektedir. Çünkü bireysel yatırımcılara nazaran kurumsal yatırımcılar daha fazla bilgiye ve hatırı sayılır oranda karşılık verebilecek güce sahiptirler.¹⁹

¹⁹ Finansal piyasalardaki kaynakların çok büyük bir kısmı kurumsal yatırımcılar tarafından sağlandığı için, şirketler tarafından bu yatırımcıların menfaatleri göz önünde bulundurulmak zorundadır.

İstismara karşı korunma gereksinimi kısmen, finans kuruluşlarının isteklerinden de kaynaklanmaktadır. Çünkü katılımcılar tarafından istismara karşı korunduklarının bilinmesi, finans kuruluşlarına da yarar sağlamaktadır. Örneğin, bireysel emeklilik hizmeti sunan hayat sigortası şirketlerinin, itibarlarını devam ettirebilmeleri için katılımcıların şirket tarafından herhangi bir istismara maruz kalmayacağına ortaya konulması gerekmektedir.

Bununla birlikte, bilgi asimetrilerinin önlenmesi adına getirilen düzenlemelerin, emeklilik fonu varlıklarının basiretli bir şekilde yönetilmesine de olumlu katkıları bulunmaktadır. İlgili düzenlemeler sayesinde, yatırımların riskli bir şekilde sadece belirli finansal araçlar üzerinde yoğunlaşmasının önüne geçilmektedir. Böylelikle, fonların yükümlülüklerinin yerine getirilebilmesine yardımcı olmaktadır.

Dışsallıklar, bir takım etkenlerin diğerleri (diğer piyasa oyuncuları) için fiyatlandırılmamış sonuçlar doğurması durumunda söz konusudur. Finansal piyasalardaki en belirgin dışsallık türü, banka tahaccümünde (bank run) kendini göstermektedir. Kapanacak korkusuyla, yatırımcıların herhangi bir bankadan yüklü tutarlarda para çekmesi halinde, diğer bankalarda bu durumdan, aralarında herhangi finansal ilişki olup olmamasına bakılmaksızın, olumsuz etkilenmektedirler.

Uzun vadeli yükümlülüklerin, uzun vadeli varlıklarla eşleştirildiği emeklilik yatırım fonlarında, dışsallıkların etkisi daha az hissedilmektedir. Fakat yine de herhangi bir emeklilik yatırım fonunun iflas etmesinin getireceği bir takım dışsallıklar söz konusudur; özellikle söz konusu fonun garantörlüğü devlet veya herhangi bir sponsor şirket tarafından üstlenilmişse dışsallıkların olumsuz etkileri hissedilecektir. Bu durum, emeklilik yatırım fonlarına getirilen portföy sınırlamalarına gerekçe oluşturmaktadır. Aynı şekilde, olumlu dışsallıklar da devletin emeklilik yatırım fonlarını teşvik etmesine sebep olmaktadır. Özel emeklilik sistemlerinin, sosyal güvenlik harcamaları veya sermaye piyasalarının gelişimi üzerindeki olumlu etkileri (olumlu dışsallıklar), devletler tarafından ortaya konulan çeşitli düzenlemelerle söz konusu fonların desteklenmesini sağlamaktadır.

Üçüncü piyasa başarısızlığı olan tekel (monopol), belirli derecede piyasa gücünün olduğu durumlar için söz konusudur. Böylesi bir durum, emeklilik yatırım fonları için de geçerlidir. Özellikle üyeliğin zorunlu olduğu durumlarda, asimetrik bilgi olsun veya olmasın, katılımcıların menfaatlerinin gözetilip gözetilmediğine çok dikkat edilmesi gerekmektedir. Herhangi bir düzenlemenin bulunmadığı piyasalarda faaliyet gösteren ve tekele dayalı bir yapılanmanın söz konusu olduğu emeklilik yatırım fonlarında, emeklilik planları katılımcıların menfaatleri veya uğrayacağı zararlar göz önünde bulundurulmadan oluşturulacaktır (Altman. 1992). Gerçekten de bazı üçüncü dünya ülkelerinde herhangi bir düzenlemeye tabi tutulmadan faaliyet gösteren fonlar aynen yukarıda ifade edildiği gibi davranmaktadırlar (Davis. 1995). Ayrıca, söz konusu fonlar tarafından, iflas riskini göz önünde bulundurmadan, yatırımlarının yönlendirilmesi hususunda tam bir serbestlik talep edilecektir. Yine bu fonlar tarafından, sürekli iş değiştirenler, genç çalışanlar ve doğum sonrası iş kariyerleri sekteye uğrayan kadınlar gibi çeşitli sosyal grupların ihtiyaçları

gözetilmeyecektir. Sendika baskısı, yukarıda bahsedilen bir kısım problemlere iyileştirme sağlayabilir, fakat sorunların önemli bir kısmı varlıklarını sürdürmeye devam edecektir.

Emeklilik yatırım fonlarının, yukarıda belirtilen standart gerekçelerden bağımsız olarak düzenlenmesi gerektiğini savunan görüşler de bulunmaktadır. Örneğin, vergi imtiyazlarının yanlış kullanımının önlenmesi ve emeklilik gelirlerinin yeterliliğinin ve güvenliğinin sağlanabilmesi için, gerçekte annüite piyasalarındaki başarısızlıkların düzeltilmesi yoluna gidilmesi gerektiği belirtilmektedir. Düzenlemeler, ayrıca ekonomik verim arzusuna da dayandırılabilir. Örneğin, bu kapsamda emek piyasasındaki sınırlamalar kaldırılabilir. Diğer taraftan Altman tarafından, özel emeklilik kavramının baştan yanlış adlandırıldığı ve özel ve kamu programları arasındaki farkın giderek bulanıklaştığı ileri sürülmektedir. Hüküm ve koşulların çoğu zaman devletler tarafından ortaya konulduğu; bunların vergi sübvansiyonlarıyla desteklendiği ve bazı ülkelerde sosyal güvenlik hükümleriyle ilişkili gelirlerin bir bölümünün özel emeklilik şirketleri tarafından devralındığı ifade edilmektedir (Altman, 1992).

2.2. Emeklilik Yatırım Fonu Portföy Dağılımlarının Düzenlenmesi

OECD üyesi olan ülkelerde ve diğer ülkelerde, portföy dağılımlarına ilişkin genel olarak sayısal bazı kriterlere bağlı sınırlandırmalar getirilmektedir.²⁰ Yatırım sınırlamalarının, emeklilik fonu portföylerinin şekillenmesindeki önemli etkenlerden birinin olduğu söz konusu ülkelerde, fon portföylerinin risk düzeyini yükseltebilecek varlıklara aşırı derecede yatırım yapılarak, fonlarda biriken emeklilik tasarruflarının güvenliğinin tehlikeye düşürülmesinin engellenmesi amaçlanmıştır. Bu çerçevede, sınırlamalar çoğu zaman yabancı varlıkların yanında hisse senedi ve emlak gibi nispeten değişken getirili varlıklar için de söz konusu olmaktadır.

Emeklilik yatırım fonları tarafından menkul kıymetlere yatırım yapılmasına ilişkin sınırlamalar, bazen piyasa etkinliğinin sağlanması amacıyla düzenlenirken, bazen de devletlerin borçlanma gereksinimlerinin karşılanması ya da sermaye piyasalarında kurumsal yatırımcıların pay sahipliğinin sınırlandırılması gibi amaçlara hizmet etmek üzere düzenlenebilmektedir. Özellikle;

- Fon yöneticilerinin yeterli bilgi ve deneyime sahip olmaması ve bir takım sınırlamalar aracılığıyla bu birimlere yol gösterilmesinin gerekli olması,
- Basiretlilik ilkesinin tam ve doğru bir şekilde uygulanmasını sağlayacak yasal düzenlemelerin ve denetim mekanizmalarının yetersizliği,
- Asgari çeşitliliğin sağlanması; fon kurucularının veya işverenlerin menkul kıymetlerine yatırımın sınırlandırılması için getirilen sınırların portföy çeşitliliğini artırarak riskin azaltılmasında önemli rol oynayabilecek olması,
- Emeklilik fonu katılımcılarının emekli olduklarında elde edecekleri gelirin çeşitli koşullar altında devlet tarafından garanti ediliyor olması

²⁰ Çeşitli OECD ülkelerindeki sınırlamaların özetlendiği tablo çalışmanın 1 ve 2 no'lu eklerinde yer almaktadır.

gibi durumlarda emeklilik yatırım fonlarının portföyleri ile ilgili olarak getirilen sınırlamalar haklı çıkarılmaktadır. Ayrıca, özellikle emeklilik fonlarının zorunlu olarak uygulandığı ülkelerde devletin üzerine aldığı yük nedeniyle, söz konusu fonların yönetimini, koyacağı kurallarla düzenlemek istemesi makul karşılanmaktadır (Soylu. 2004).

Diğer taraftan, söz konusu sınırlamaların hangi dereceye kadar, emeklilik yatırım fonlarına yarar sağlayacağı şüpheli görünmektedir. Çünkü emeklilik yatırım fonlarının, hayat sigortası şirketlerinin aksine, varlık bulundurma riskinin artmasının yanında yükümlülüklerinin artması riski durumu da söz konusudur. Bundan dolayı, oynaklığın getiri oranıyla verimli bir şekilde takasının yapılması gerekmektedir. Ayrıca, portföy içerisindeki varlıkların uygun bir şekilde çeşitlendirilmesi yoluyla, tek tip bir menkul kıymet veya varlık bulundurmada kaynaklanabilecek ülkelere özgü risklerin (idiosyncratic risks) bir kısmı ortadan kaldırılabilir. Böylece riskteki artışın minimize edilmesi sağlanmış olmaktadır. Yine aynı şekilde, ulusal piyasaların yurtdışı piyasalarla olan korelasyonun düşük olduğu ülkelerde, yabancı varlıklara yatırım yapılması suretiyle sistematik riskler azaltılabilmektedir.

Yatırım yapılabilecek varlıkların sınırlı olduğu ve portföy çeşitlendirmesinin fonların getirisindeki en önemli belirleyici unsur olduğu gelişmekte olan ülkelerde yatırım sınırlamaları aracılığıyla çeşitlendirmenin sınırlandırılması, portföy getirisi üzerinde olumsuz etkilere yol açabilmektedir. Emeklilik fonunun yatırım yapabileceği varlıklarla ilgili olarak getirilen yatırım sınırlamaları, etkin portföy sınırının altında portföyler oluşturulmasına neden olarak beklenen getirilerde dengesiz düşüşler yaratmaktadır.

Emeklilik fonlarının yatırım sınırlamaları ile ilgili yurtdışı uygulamalar incelendiğinde genellikle; portföylere dahil edilebilecek varlık gruplarına, belirli varlık grubunda yer alan menkul kıymetlere yapılabilecek maksimum yatırım sınırına, tek bir finansal araca yapılabilecek yatırım oranına, belirli fayda esasına dayalı fonlarda varlık ve yükümlülüklerin vadeleri ile para birimi açısından uyumlaştırılmasına ve finansal türev araçların kullanımına ilişkin sınırlamaların yer aldığı görülmektedir.

Yukarıda belirtilen sınırlamalar ülkelerin çoğunluğunda, doğrudan uygulanmaktadır. Bunun anlamı, söz konusu ülkelerdeki emeklilik fonlarının mevcut sınırların üzerinde yatırım yapamayacağıdır. Fakat Japonya, Avustralya ve İngiltere gibi ülkelerde yatırım sınırlandırmaları dolaylı yoldan yapılmaktadır. Söz konusu ülkelerde, emeklilik yatırım fonları mevcut sınırların üzerinde yatırım yapabilmekte, fakat sınırların üzerinde portföyde tutulan varlıklar, fon yükümlülüklerinin karşılanıp karşılanmadığının tespiti için yapılan hesaplamalara dahil edilememektedir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

Emeklilik Yatırım Fonlarına Yönelik Geliştirilen Denetim Modelleri

3.1. Emeklilik Yatırım Fonlarında Yaşanan Gelişmeler

Son yıllarda dünya genelinde, emeklilik yatırım fonları ve hayat sigortası şirketlerinin ciddi zorluklarla yüzleştiği görülmektedir. Piyasa tarafında, 1990'lı yıllar boyunca düşen faiz oranları içinde bulunduğumuz on yıl içerisinde de düşük seviyelerini sürdürmektedir. Düşük iskonto hadleri, emeklilik ve hayat sigortası sözleşmelerinde taahhüt edilen faydaların ve garanti edilen getirilerin, ihraççı şirketler için, baş edilemez yükümlülükler haline gelmelerine neden olmaktadır. Düzenleyici tarafında ise, denetim makamları ve düzenleyiciler daha sağlam raporlama istemekte olup sektörü daha yakından izlemeye başlamışlardır. Yeni milenyumla birlikte, emeklilik ve hayat sigortası şirketlerinin aktif ve pasiflerinin piyasa fiyatları ile muhasebeleştirilmesine izin verilmesi safhasından zorunlu tutulması safhasına geçilerek, finansal raporlama standartlarında tedrici bir reforma gidilmiştir. Piyasa fiyatına dayalı yeni muhasebe standardıyla, bir kısım aktüeryal tekniklerin uygulanarak, yükümlülüklerin karşılanması yeterliliğine ilişkin problemlerin gizlenmesi ihtimali bertaraf edilmiştir. Bu sayede, başı dertte olan işletme ortaya çıkarılmaktadır. Son tahminlere göre, Solvency 2 projesinin sermaye yeterliliklerine dayalı yeni piyasa değeri ölçümleri karşısında, Avrupalı hayat sigortası şirketleri 100 milyar Avro tutarında bir değer düşüşüyle karşı karşıyadır (Wyman. 2004). Aynı şekilde, Amerikan emeklilik yatırım fonlarının piyasa değerine dayalı finansman açığının 350 milyar Dolar olduğu tahmin edilmektedir (Wyatt. 2003).

Yukarıda ifade edilen gelişmelerden, emeklilik yatırım fonu portföy büyüklüklerinin yüksek hacimlere ulaştığı Danimarka da olumsuz etkilenmiştir. Vergi sonrası net %4,5 oranında getiri garantileyen sözleşmelerin muazzam tutarlara ulaşmış olması ve yeni getirilen piyasa fiyatına dayalı finansal raporlama standardı, yeni milenyum başlangıcından bu yana faiz oranlarındaki azalışın devam ettiği de göz önünde bulundurulduğunda, Danimarka'daki birçok hayat sigortası ve emeklilik şirketi için katlanılamaz bir hal almıştır. Bu durum Danimarka'daki finansal sıkıntıları körüklemektedir. On yıldan daha uzun süredir düşmekte olan faiz oranları sonrası, söz konusu şirketler çeşitli korunma stratejileri başlatmışlardır. Faiz oranı düşüşlerine karşı hedge işlemlerine yönelen bu şirketler, faiz oranı düşüş riskine karşı faiz oranı türev araçları satın almaktadırlar. Sonuç olarak, Danimarkalı hayat sigortası ve emeklilik şirketlerinin finansal türev varlıklarının (büyük ölçüde faiz oranıyla ilintili) toplam piyasa değeri 2000 yılının ikinci çeyreğindeki sıfır seviyesinden, 2005 yılının üçüncü çeyreğindeki 14,5 milyar Dolar seviyelerine yükselmiştir.²¹ Fakat bu şirketler aynı zamanda, uzun süredir devam eden düşük faiz oranı senaryolarının yol açtığı yükümlülüklerin karşılanamaması tehdidinde, hisse senedi risklerinin artırılması yoluyla da karşılık vermektedir. Söz konusu stratejilerin aktif-pasif uyumsuzluğuna yol açacağı, bir kısım politikacı, akademisyen ve ekonomi basını yorumcuları tarafından kaygıyla ifade edilirken, şirketler ise katılımcılarına olan yükümlülüklerin yerine getirilebilmesi için hisse senedi risk priminin yakalanmasının gerektiğini savunmaktadırlar.

²¹ Kaynak: Danimarka Merkez Bankası, 2005.

Danimarka Finansal Denetleme Otoritesi (DFSA), yukarıda belirtilen gizli varlık ikamesi probleminin daha fazla büyümemesi için 2001 yılı Haziran ayında riske dayalı yeni bir yükümlülük karşılama yeterliliği (solvency) raporlama sistemini devreye sokmuştur. Söz konusu sistem, trafik ışık sistemi (traffic light system) olarak adlandırılmaktadır.

Trafik ışık sistemi, senaryoya dayalı bir denetim aracıdır. Sistem, Danimarkalı hayat sigortası ve emeklilik şirketleri tarafından, kırmızı ve sarı ışık senaryoları şeklinde tanımlanan piyasa göstergelerindeki ters yönlü değişimlerin, söz konusu şirketlerin sermaye tabanları üzerindeki etkilerini gösteren altışar aylık raporların hazırlanmasını gerekli kılmaktadır. Kırmızı ışık senaryosu temel olarak, %7 faiz oranı ve %8 gayrimenkul yatırım değeri düşüşleri ile hisse senetlerinin genel fiyat seviyesindeki %12 oranındaki azalışı içermektedir. Herhangi bir hayat sigortası veya emeklilik şirketinin taban sermayesi, söz konusu senaryoda kritik seviyenin altında kalırsa, ilgili şirket kırmızı ışık statüsünde sınıflandırılmaktadır²². Pratikte bu durum, DFSA'nın sıkı takip ve kontrolünü, kırmızı ışık kategorisinde yer alan şirketlerin ise yükümlülüklerini karşılama yeterliliklerine ilişkin daha yoğun (aylık) raporlar hazırlamasını gerektirmektedir. Sarı ışık senaryosu, daha sert bir durumu belirtmektedir. Sarı ışık senaryosu, %10 faiz haddi ve %12 gayrimenkul yatırım değeri düşüşleri ile hisse senetlerinin genel fiyat seviyesindeki %30 oranındaki azalışı içermektedir. Söz konusu senaryo kapsamında, taban sermayesi kritik seviyenin altında kalan şirketler sarı ışık kategorisine alınır ve çeyrek dönemler itibariyle yükümlülük karşılama yeterliliklerine ilişkin rapor hazırlamak zorunda bırakılırlar. Sarı ışık senaryosunu, herhangi bir ödeme gücü problemi yaşamadan atlatabilen şirketler yeşil ışık kategorisinde operasyonlarını sürdürürler.

DFSA'nın trafik ışık modelinden etkilenen İsveç Finansal Denetleme Otoritesi (FI), 2006 yılının başında, İsveç hayat sigortası ve emeklilik şirketleri için benzer bir trafik ışık sistemini uygulamaya geçirmiştir. Almanya Finansal Denetleme Otoritesi (BaFin)'de yakın zamanda, hayat sigortası ve emeklilik şirketleri için bir kısım stres testlerini zorunlu hale getirmiştir. BaFin'in sistemi, dört senaryodan oluşmaktadır. Aynı şekilde Hollanda, İngiltere, Fransa ve İsviçre'deki düzenleyici makamlar da kendi ülkelerindeki hayat sigortası ve emeklilik şirketleri için, farklı şekillerde biçimlenmiş senaryoya dayalı stres testlerinin uygulanmasını zorunlu kılmışlardır.

3.2. Trafik Işık Sistemi²³

2001 yılı Haziran ayında, DFSA tarafından hayata geçirilen trafik ışık sistemi, hayat sigortası ve emeklilik şirketlerinin sermaye tabanlarının önceden tanımlanmış stres senaryolarına (piyasa şokları) karşı olan duyarlılıklarını belgeleyen düzenli raporların hazırlanmasını gerekli kılmaktadır. DFSA'yı müteakiben, İsveç Finansal Denetleme Otoritesi (FI), 2005 yılı içerisinde, kendi ülkesinde faaliyet gösteren hayat sigortası şirketleri ve mesleki emeklilik fonlarına yönelik,

²² Kritik seviye, emeklilik yükümlülüklerinin yaklaşık olarak %4,5'ine tekabül etmektedir.

²³ Trafik ışık sistemine ilişkin hususlar, FI'nın resmi internet sitesinden (www.fi.se) yararlanılarak hazırlanmıştır.

yukarıdakine benzer bir trafik ışık sistemi üzerinde çalışmalar yürütmüştür. FI, trafik ışık sistemini, 2006 yılı başında uygulamaya geçirmiş ve sonrasında diğer birçok Avrupa ülkesinin finansal otoritesi, benzer düzenlemeler gerçekleştirmiştir. İsveç Finansal Denetleme Otoritesi tarafından uygulamaya konulan trafik ışık sistemi aşağıda ele alınmaktadır.

3.2.1. Daha Modern Bir Denetim

FI tarafından geliştirilmiş olan trafik ışık sistemi, yüksek finansal risk içeren şirketlerin, erken tespitine yönelik çabalara yardımcı olmaktadır. Burada, şirketlerin sermaye güçleri doğrultusunda yatırımlarını ayarlamaları ve risk almaları hedeflenmektedir. Trafik ışık sistemi, piyasadaki menkul veya gayrimenkul fiyatları veya faiz oranları aniden değiştiği takdirde, problem yaşayacak olan hayat sigortası şirketleri ve emeklilik fonlarının tespitini amaçlamaktadır. Söz konusu şirketler, çok kapsamlı incelemeye tabi tutulmaktadırlar.

FI'nın şirket ve fonlar üzerindeki denetim mekanizması, yatırımcıları koruma üzerine odaklanmaktadır:

- Sistem, hayat sigortası şirketlerinin ve mesleki emeklilik fonlarının karşılaşılabileceği krizlerin erken dönemde tespit edilmesine yardımcı olmaktadır.
- Sistem, yeterli sermaye gücü olan şirketlerin yüksek riskli yatırım araçlarına yatırım yapmalarına engel teşkil etmemektedir. Diğer bir deyişle, söz konusu denetim metodundan dolayı, emeklilik şirketlerinin düşük emekli aylığı ödeyeceği gibi bir durum söz konusu değildir.

3.2.2. Yatırımcıların Korunması

FI, İsveç finansal piyasalarında faaliyet gösteren şirketlerin denetiminden sorumlu olan kuruluştur. Bu kapsamda FI, hayat sigortası şirketlerinin ve mesleki emeklilik fonlarına yatırım yapmış olan yatırımcıların, yeteri kadar korunmasını sağlamaya çalışmaktadır. Söz konusu şirketlerin müşterilerinin mallarına ve alacaklarına ilişkin kapsamlı bir koruma sunulmaktadır. Bu görevi yerine getirmek amacıyla finansal otorite, hayat sigortası şirketlerinin ve mesleki emeklilik fonlarının karşılaşılabilecekleri ve yatırımcıların birikimlerinin güvenliğini tehdit edebilecek risklerin tespitine yönelik metotlar geliştirmektedir.

Emeklilik fonlarına tasarruflarını bırakan yatırımcılar, gelecek bir zamanda tahsil edilmek kaydıyla şirketten alacaklı konumundadırlar. Bireysel bir yatırımcının, uzun vadede şirketlerin sözlerini yerine getirip getiremeyeceğini takdir ve tayin etmesi çok zordur. Bu yüzden emeklilik fonları, devlet denetimine tabidirler. FI denetimi üç temel prensip doğrultusunda yerine getirmektedir:

- Yatırımcıların doğru ve yeterli bilgiye sahip olması,
- Yatırımcıların menfaatlerinin tam anlamıyla korunması,

- Şirketlerin, taahhütlerini yerine getirebilmesi için yeterli finansal güce sahip olması,

Araştırmaları sonucunda FI, emeklilik fonlarına yönelik çıkartılmış olan kanun ve düzenlemelerin yeterli olmadığı kanaatine ulaşmış ve çeşitli iyileştirmeler yapma yoluna gidilmiştir. Söz konusu iyileştirmeler yapılırken özellikle, gelecekteki pay ödemelerini tehlikeye sokabilecek düzensizliklere ve aşırı risk alımlarına erken safhada müdahale edilmesi gerektiği hususu göz önünde bulundurulmuştur.

2000-2002 yılları arasında, menkul kıymet piyasalarında yaşanan fiyat düşüşleri ve sonrasında faiz oranlarında meydana gelen düşüşler, emeklilik ve hayat sigortası şirketlerinin finansal güçlerini çok zayıflatmıştır. Şirketlerin bir kısmı, riskleri taşıyan sermayelerinin aşınması sonucunda, risk algılayışlarını değiştirmişlerdir. Bu şirketler, aktiflerinde daha az hisse senedi ve gayrimenkul varlıklar buldurmaya başlamış ve yatırımlarını genel olarak sabit getirili yatırımlara yöneltmeye başlamışlardır. Bu, şirketlerin müşterilerine sağlıklı bir getiri oranı sağlayabilmelerini sıkıntıya sokabilecek bir durumun ortaya çıkabileceği anlamına gelmektedir. Risk alma seviyelerini, değişen koşullara uygun şekilde adapte edemeyen şirketler, kendilerini istenmeyen durumlar içerisinde bulmaya başlamışlardır. Buna ek olarak, uzun vadeli faiz oranlarının düşmesi durumunda, şirketlerin katlanacağı maliyet tutarı da artmaya başlamıştır²⁴. Sonuç olarak, şirketlerin, riskli yatırım araçlarını bilançolarında tehlike arz etmeyecek şekilde tutabilme potansiyelleri azalmaya başlamıştır. Zamanla, aktiflerinde yeteri kadar yüksek getiri sağlayan yatırım araçları bulduramayan şirketlerin bilançolarında aktif-pasif dengesi bozulacak ve bu şirketler yatırımcılara karşı yükümlülüklerini yerine getiremeyecek hale gelmeye başlayacaklardır. Gelecekte benzer problemlerin yaşanmasını önlemek için, FI trafik ışık sistemini uygulamaya koymuştur. Bu sistem sayesinde FI, sermayelerinin kaldırabileceğinin üzerinde risk almış olan şirketlerin önceden tespitini amaçlamaktadır. Bu sayede, şirketlerin aşırı risk almalarının önüne geçilecek ve ayrıca, varlık piyasalarındaki fiyat düşüşlerinden sonra riskli yatırımlardan tamamıyla uzak durmayı tercih eden şirketlerin de risk algılayışları makul seviyelere çekilecektir.

Sistemin amaçlandığı şekilde işleyebilmesi amacıyla, daha yakın inceleme gerektiren fonların zamanında ayrıştırılabilmesi için çeşitli kaidelerin oluşturulması gerekmektedir.

3.2.3. Denetim, Kontroller ve Kamuya Duyuru

FI tarafından, trafik ışık sistemi öncesinde, detay inceleme gerektiren fonların tespiti için daha basit bir mekanizma kullanılmaktaydı. Söz konusu mekanizma, borç ödeme gücü oranı 3'ün altında olan fonların daha detaylı denetlenmesi gerektiği hususunu temel kural edinmiştir.

²⁴ Emeklilik fonlarının ve hayat sigortası şirketlerinin yükümlülüklerinin uzun vadeli faiz oranlarıyla iskonto edileceği düşünüldüğünde.

Borç Ödeme Gücü = (Vergi Sonrası Net Kar + Amortisman) / Kısa ve Uzun Vadeli Borçlar

Borç ödeme gücü oranı, aktifte yer alan varlıkların risk derecelerini yansıtmamaktadır; ayrıca söz konusu oran geriye dönük verilere ilişkin yapılan araştırmanın bir sonucudur. İşte trafik ışık sistemi, bahsi geçen basitleştirilmiş metodun yerine getirilmiştir. Bunun yanında, emeklilik şirketlerinin yatırımları hususunda, 01.01.2006 tarihi itibarıyla, uymak zorunda oldukları kılavuz ilkeler getirilmiştir. Söz konusu kılavuz ilkelerin belirli bir bölümü kapsamında, şirketler yatırım risklerinin ölçümünde, risk-kontrol proseslerinde ve yatırım stratejilerinde kullandıkları metotlara ilişkin açıklama yapmak zorunda bırakılmışlardır.

Yukarıdaki süreç temel mali raporlar ve rastgele bir şekilde yapılan şirket denetimleriyle desteklenmektedir. Potansiyel problemlere ilişkin belirtilerin, erken safhada tespit edilebilmesi imkânının artmasıyla, dramatik müdahalelerin sayısı azalmakta ve tasarruf sahipleri için daha yararlı sonuçlar elde edilmektedir.

Başka bir deyişle, FI daha kapsamlı inceleme gerektiren şirketleri tanımlarken genel birtakım araçları kullanmaktadır:

- Şirketlerin üstlendiği finansal riski ölçen trafik ışık sistemi,
- Şirketlerin risk yönetimlerine, karar verme süreçlerine ve yatırım stratejilerini tanımlayan yatırım kılavuz ilkeleri,
- Şirketlerin temel mali raporları,
- Rastgele yapılan çeşitli denetimler; örneğin, varsayımların doğru olarak değerlendirilip değerlendirilmediği veya sorumlulukların kapsamının düzenli bir şekilde ortaya konulup konulmadığına ilişkin yapılan denetimler,

Daha detay bir inceleme yapılmasının amacı, göstergelerin gerçek bir durumu yansıtıp yansıtmadığının sağlamanın yapılmasıdır.

Trafik ışık sisteminde, kırmızı ışık değerlendirmesi kapsamına alınmış olan bir şirket için, detay bir denetimin ne şekilde yapıldığına ilişkin hususlar aşağıda maddeler halinde yer almaktadır:

1. Kırmızı ışığa yakın veya kırmızı ışık statüsünde izlenen şirketler, daha sık rapor hazırlamak zorunda bırakılmaktadır.
2. Trafik ışık sistemi içerisinde kırmızı ışık statüsünde izlenen şirketler ile FI arasında hemen bir toplantı ayarlanmaktadır.
3. FI ile yapılan toplantı sonucunda, kırmızı ışık sinyalinin gerçek bir durumu yansıtmadığı şirket tarafından herhangi bir şekilde ortaya konulamamışsa, FI şirkete ilişkin detay bir inceleme başlatılmaktadır.
4. Detay incelemeler sonucunda, prosedürlere ilişkin eksiklikler tespit edilmişse, şirket eksikliklerin bir an önce giderilmesi için zorlanmaktadır.

5. Detay inceleme sonucunda, katılımcıların menfaatlerinin tehlikeye düşürüldüğü tespit edilen şirketlerden, FI'nın kabul edeceği bir finansal yeniden yapılandırma planı hazırlanması istenmektedir.
6. Borç ödeme gücü oranının, kanuni sınır olan, 1'in altında kaldığı bir durum söz konusu ise, FI'nın uygun bulacağı ve şirketin yükümlülük karşılama yeterliliğini makul bir seviyeye taşıyacak bir planın, şirket tarafından hazırlanması gerekmektedir.

Yukarıda yer alan hususlar çerçevesinde, hakkında daha detay bir inceleme yapılması gerektiği sonucuna ulaşılan şirketlere ilişkin, yaptırımların tespit edildiği safhaya kadar (yukarıda yer alan ilk dört madde aşamasında), FI tarafından kamuya herhangi bir duyuru yapılmamaktadır. İnceleme sonucunda, şirket tarafından finansal yeniden yapılandırma planının oluşturulması kararı alındığı takdirde (yukarıdaki 5 ve 6'ncı maddeler) kamuya gerekli açıklama yapılmaktadır.

3.3. Trafik Işık Sisteminin Dizaynı

Trafik ışık sistemi, ortaya çıkması en muhtemel görünen finansal krizin yakalanabilmesi için tasarlanmıştır. Sistem, varlık fiyat değişimleri için iki senaryo sunmaktadır: kırmızı ve sarı²⁵. Senaryolar, faiz oranları, hisse senedi fiyatları, gayrimenkul fiyatları, döviz kurları ve kredi riskleri gibi başlıca varlık fiyatlarının nasıl değiştiğini göstermektedir. Fonlar, verilen varlık fiyat değişimlerini kullanarak tampon sermayelerinin nasıl etkilendiğini hesap etmektedirler. Herhangi bir senaryo tarafından tampon sermaye tamamıyla aşındığı takdirde, sistem sinyal vermektedir. Tampon sermaye, tasfiye halinde öncelikli borçların ödenmesinden sonra ödenecek borç (subordinated debt), vergisiz yedek akçe ve özsermaye toplamı olarak tanımlanmıştır.

Bu yeni denetim aracı, finansal risklere maruz kalma ihtimali olan hayat sigortası şirketlerinin ve mesleki emeklilik fonlarının teşhisini büyük oranda doğru bir şekilde yerine getirmektedir. Tüm hayat sigortası şirketleri ve mesleki emeklilik fonları raporlamalarında, trafik ışık sistemini kullanmak zorundadırlar.

Model, fonların aktif ve pasiflerinin varlık fiyat değişimlerinden nasıl etkilendiği ölçmektedir. Ayrıca, model tarafından farklı varlık sınıfları arasındaki korelasyonun sıfır olduğunu varsayılmakta ve bu şekilde varlık türleri arasındaki çeşitlendirmenin etkilerini de göz önünde bulundurulmaktadır. Finansal türev araçlarının kullanımı ile oluşan risk artış ve azalışı da model tarafından basitleştirilmiş bir şekilde yakalanmaktadır.

Trafik ışık sistemi, FI tarafından kullanılan birkaç denetim aracından sadece bir tanesidir. Bundan dolayı, finansal risklerin tamamı bu model tarafından ölçülmemekte, sistemin diğer denetim mekanizmaları tarafından desteklenmesi gerekmektedir.

²⁵ Fakat yapılan son değişiklikle senaryo sayısı teke düşürülmüştür. Buna göre sadece kırmızı senaryo, fonlar tarafından test edilmektedir.

FI, fonların gerçek risk profilleri ile ilgilenmektedir. Trafik ışık sistemi, risk profiline sadece bir tahminidir. Bundan dolayı, fonlar açısından risk oluşturduğu halde, trafik ışık sisteminin gözetim süzgecinden sorunsuz geçen çeşitli finansal araçların kullanımı veya yatırım stratejileri, FI tarafından risksiz addedilmemektedir. Aynı şekilde, fonların riskini azaltan fakat trafik ışık sistemi tarafından yakalanmayan hususlar da göz önünde bulundurulmaktadır. Dolayısıyla, trafik ışık sistemi de diğer denetim araçları gibi, daha detay bir inceleme gerektiren şirketlerin tespitine yönelik kullanılmaktadır.

Trafik ışık sistemi, şirketlerin kısa dönemde varlık fiyatlarındaki sert dalgalanmalara olan dirençlerini ölçmektedir. Sistem, bir aktif-pasif yönetim veya portföy optimizasyon modeli değildir. Ayrıca bu sistem, fonların iç kontrol mekanizmasının bir parçası olan risk yönetim aracı olarak kullanılabilmesi için de dizayn edilmemiştir.

3.3.1. Aktif ve Pasiflerin Değerlemesi

Trafik ışık sisteminde aktif ve pasiflerin piyasa değerleri, ölçümde başlangıç değerleri olarak kullanılmaktadır. Bu durum, aktiflerdeki artış ve noksan değerlerinin de hesaba katılması gerektiği anlamına gelmektedir.

Trafik ışık sistemi, denetleyici otoritenin perspektifinden, en ilintili konumda olan finansal risklerin kontrol altına alınması niyetini gütmektedir. Sistem, varlık fiyat değişimleri için senaryolar oluşturmaktadır. En önemli varlık fiyatlarının, faiz oranlarının, hisse senedi fiyatlarının, emlak fiyatlarının, kurların, faiz oranı araçlarının nasıl değiştiği gibi senaryolar tayin edilmektedir.

Belirtilen varlık-fiyat değişimlerine dayanılarak, şirketler tampon sermayelerinin nasıl etkilendiğini hesap etmektedirler. Eğer senaryo gereği tampon sermayenin tamamı aşınırsa, model kırmızı sinyal veriyor demektir.

Ölçüm, bilançoda hem aktif hem de pasif taraf için yapılmaktadır. Bu şekilde, varlık-fiyat değişimlerinin net etkisi göz önünde bulundurulmaktadır. Faiz oranlarındaki düşüşün net etkisi, faiz oranı değişikliğinden kaynaklanan aktiflerin toplam değerindeki değişimin, pasiflerin toplam değerindeki değişimden çıkarılması yoluyla bulunmaktadır. Aynı işlem, diğer bütün varlık fiyatları için de uygulanmaktadır.

Aynı varlık, farklı riskler için ayrı ayrı ölçümlere tabi tutulabilmektedir. Örneğin, yabancı şirket tahvillerinin faiz oranı riski, kredi riski ve kur riski ölçümlerine dahil edilmesi gerekmektedir.

Birleşik finansal araçların, opsiyonların, fon ve benzeri varlıkların değerlerindeki değişimlerin ölçülmesindeki prensip ise söz konusu ürünlerin değerlerinin her bir risk faktöründen nasıl etkilendiğinin tespitine dayanmaktadır. Herhangi bir hisse senedi opsiyonunun değerindeki değişiklik, değerini opsiyonun

konusunu oluşturan hisse senedinin fiyatının düşmesinden nasıl etkilendiğinin hesaplanması yoluyla elde edilir.

Diğer taraftan, fon pasiflerinin değerlemesi zor bir işlemdir. Bu nedenle varlık fiyatlarındaki değişimlerin, özellikle faiz oranı değişikliklerin, pasiflerin değeri üzerindeki etkisinin ölçümü çok uğraş gerektirmektedir. Kaldı ki, trafik ışık sistemi pasiflerin değer değişikliğini hesap etmemektedir. Bunun yerine, varlık fiyat değişimlerinin pasifler üzerindeki etkisinin hesaplanması şirketler tarafından yapılmaktadır. FI, internet sitesinde söz konusu hesaplanmanın ne şekilde yapılması gerektiğine dair yönergeler yayınlamaktadır.

3.3.2. Faiz Oranı Riski

Emeklilik fonlarının katılımcılarına olan yükümlülüklerinin büyük bir kısmı faiz oranı riskine açık konumda bulunmaktadır. Trafik ışık sistemi, faiz oranı riskini dört kategoride toplamaktadır: İsveç Kronu (SEK) nominal faiz oranı, SEK reel faiz oranı, Avro faiz oranı ve diğer yurt dışı faiz oranları. Trafik ışık sistemi doğrultusunda ölçümler yapılırken fonlar, sayılan dört kategorideki faiz oranlarındaki artış veya azalışların, sermayeleri üzerindeki etkisini göz önünde bulundurmamak zorundadırlar. Fonlar tarafından, kendileri için en uygunsuz olan faiz oranı değişiklikleri rapor edilmektedir.

SEK'in reel ve nominal faiz oranları ile Avro faiz oranları arasında güçlü bir korelasyon bulunduğundan dolayı, söz konusu korelasyonlar toplam faiz oranı riski içinde dikkate alınmaktadır.

Faiz oranı senaryoları, faiz oranı eğrilerinin paralel olarak yer değiştirmesi (ötelemesi) şeklinde ifade edilmektedir. Ötelemenin büyüklüğü, 10 yıllık faiz oranının yüzdesi olarak belirtilmektedir. Bu durum, faizlerdeki puan ötelemelerinin düşük faiz oranı hadlerinde daha az olacağı anlamına gelmektedir.

Faiz oranı değişimleri aktif ve pasifler için aynıdır. Kural olarak, faiz hadlerindeki düşüş fonlar için daha dezavantajlı bir durum arz etmektedir. Çünkü normalde fon pasiflerinin faiz oranı değişimlerine olan duyarlılığı, aktiflere nazaran daha yüksektir. Faiz oranlarındaki azalma, faiz getiren varlık fiyatlarının artmasını sağlayacaktır; fakat aynı zamanda fonların katılımcılarına olan yükümlülüklerin artmasına da neden olacaktır²⁶. Burada trafik ışık sistemi tarafından ölçülecek olan söz konusu iki değişkenin net etkisi olacaktır.

3.3.2.1. Avro Faiz Oranı Riski ve Diğer Yurt Dışı Faiz Oranı Riskleri

²⁶ Belirli Fayda Planları kapsamında fonların katılımcılara vermiş olduğu taahhütlerin yerine getirilmesi zora girecektir. Çünkü faiz oranlarındaki düşüş fonların planladıkları getiri oranını elde etmelerine engel olacaktır. Belirli Katkı Planları şeklinde işleyen fonlar ise cazibesini yitirecektir. Çünkü faiz oranlarındaki düşüş fonların katılımcılarına sunduğu getiri miktarını azaltacak ve zamanla fonlar cazibesini yitirir hale gelecektir.

Trafik ışık sisteminde, SEK faiz oranlarına endeksli yükümlülüklerin, Avro'ya dayalı faiz getiren varlıklarla eşleştirilmesi mümkündür. Ancak, Avro faiz oranı ile İsveç faiz oranı aynı şekilde hareket etmediklerinden, söz konusu eşleştirme riskiz olmayacaktır. Model, risk ölçümünü korelasyonun derecesine göre yapacaktır. Bu, İsveç ve Avro bölgesi faiz oranı değişimlerinin ne denli bir uyum içinde gerçekleştiği anlamına gelmektedir. Diğer yurt dışı faiz oranları ile İsveç faiz oranları arasında genel olarak düşük bir korelasyon söz konusudur. Trafik ışık sisteminde, söz konusu faiz hadlerindeki korelasyon sıfır olarak kabul edilmektedir²⁷. Ayrıca yurt dışı faiz oranlarına dayalı olarak getiri sağlayan bir varlık kullanımı söz konusu olduğu takdirde, yabancı varlıkların kur değişimlerine karşı korunmadığı ölçüde ek bir kur riski oluşacaktır.

3.3.2.2. Real Faiz Oranı Riski

Avro ve İsveç nominal faiz hadleri arasında olduğu gibi, Avro nominal faiz oranları ile İsveç reel faiz oranları arasında da güçlü bir korelasyon söz konusudur. Bundan dolayı, aynı şekilde SEK reel faiz oranlarına endeksli yükümlülükleri, Avro bazında faiz getiren varlıklarla eşlemek mümkündür. Model tarafından hesaplanacak olan risk ölçümü, yine aradaki korelasyonun derecesine göre yapılacaktır.

Trafik ışık sistemi, SEK dışında enflasyona endeksli varlık ve yükümlülükleri dikkate almamaktadır. Hâlihazırda, şirket ve fon bilançolarının çok küçük bir oranı söz konusu ürünlerden oluşmaktadır. Bu araçlar senaryo açısından önemsiz olarak algılanmaktadır. Eğer bu ürünler herhangi bir fonun bilançosu içerisinde önemli bir orana ulaşırsa, ilgili durumun fonla ayrı olarak müzakere edilmesi planlanmaktadır.

3.3.2.3. Toplam Faiz Riski

Toplam faiz riski, aşağıda formülize edilmiştir:

$$\sqrt{[(SEK \text{ net nominal faiz riski})^2 + (SEK \text{ net reel faiz riski})^2 + (Avro \text{ net nominal faiz riski})^2 + (Diğer yurt dışı net faiz riski)^2] + [2 * \text{cor}(SEK \text{ nom}, SEK \text{ reel}) * SEK \text{ net nominal faiz riski} * SEK \text{ net reel faiz riski}] + [2 * \text{cor}(SEK \text{ nom}, Avro \text{ nom}) * SEK \text{ net nominal faiz riski} * Avro \text{ net nominal faiz riski}] + [2 * \text{cor}(SEK \text{ reel}, Avro \text{ nom}) * SEK \text{ net reel faiz riski} * Avro \text{ net nominal faiz riski}]}$$

3.3.3. Hisse Senedi Riski

Hisse senedi riski, İsveç hisse senetleri ve yabancı hisseler olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. İsveç hisse senetleri ve yabancı hisseler arasındaki korelasyon katsayısının 1 olduğu varsayılmaktadır. Şirketler, hisse senedi risk ölçümünü farklı yöntemle yapabilmektedirler:

²⁷ İsveç faiz oranları ile Avro dışındaki diğer yurt dışı faiz oranları bağımsız birer değişken olarak addedilmiştir.

3.3.3.1. Alternatif

Burada hisse senedi riski ölçümü, yabancı hisse senetlerinin barındırdığı kur riskinin hedge yoluyla azaltılamayacağını varsaymaktadır. Fakat SEK için, yabancı hisse senetlerindeki varlık fiyat değişimlerinin etkisi, büyüklüğü ayarlanmaktadır. Bu durum, hisse senetlerinin SEK dışında başka bir para birimi üzerinden çıkarılmalarından kaynaklanan ekstra riskin senaryo dizaynı içerisine alınacağı fakat kur riskini azaltmaya yönelik yapılacak olan hedge işlemleriyle söz konusu riskin azaltılamayacağı anlamına gelmektedir.

3.3.3.2. Alternatif

Buradaki varsayım, yabancı hisse senetlerinin kur riskinin hedge yoluyla azaltılabileceğidir. Bu durum, fonların yabancı hisse senetlerine sahip olmalarından kaynaklanan kur riskinin, toplam kur riskine dâhil edilmesi gerektiği anlamına gelmektedir. Eğer bu senetler kur riskine karşı hedge edilmişse, söz konusu senetlerin kur risklerinin toplam kur riski içerisine dahil edilmesi gerekmez.

İsveç hisse senetleri riski ve yabancı hisse senetleri riski toplamı, toplam hisse senedi riskini vermektedir.

3.3.4. Gayrimenkul Riski

Trafik ışık sistemi, gayrimenkul riskini, gayrimenkul portföyünün piyasa değerindeki yüzdelik azalması şeklinde ölçmektedir.

3.3.5. Kredi Riski

Kredi riski testi, kredi veya karşı taraf risklerindeki değişikliklere bağlı olarak aktif fiyatlarında oluşacak olan riski ölçmektedir. Ölçüm, fonların şirket tahvilleri ve kredi riskine tabi diğer araçlarının portföylerinin çok iyi çeşitlendirilmiş olduğunu varsaymaktadır. Trafik ışık sistemi, sadece kredi riskine maruz kalan sabit getirili araçlar ile risksiz faiz oranı arasındaki spread artışları için oluşan riskin değerindeki düşüşe dair riski ölçer.

Kredi riskine maruz kalma durumu şirketler tarafından, ortalama kredi spreadinin²⁸ senaryoya göre belirli bir yüzde oranında arttığı takdirde, kredi riskine tabi varlıkların değerlerinin nasıl değiştiğinin hesaplanması şeklinde ölçülür²⁹. Bu durum, şirketlerin faiz oranı portföylerindeki ortalama süre ağırlıklı spreadini (duration-weighted spread)³⁰ bildiğinin varsayıldığı anlamına gelmektedir.

²⁸ Risksiz faiz oranı ile kredi riskine tabi sabit getirili ürünler üzerinden alınan faiz arasındaki farktır.

²⁹ Spread değişikliği her zaman, en az %0,5 tutarında olmaktadır.

³⁰ Süre ağırlıklı spread şu şekilde hesap edilmektedir: $\sum(\text{varlık için spread değeri} * \text{varlığın vadesi} * \text{varlığın değeri}) / \sum(\text{varlığın vadesi} * \text{varlığın değeri})$.

Ortalama spreadin başlangıç noktası olarak ele alınması, kredi riskiyle birlikte şirket portföylerinin kalitesini de yansıtmaktadır. Bu suretle, portföyün kalitesi fiyat değişimlerine dair riski belirleyecektir. Çünkü ölçüyü belirleyecek olan spread teki yüzdelerdir.

Ancak test, ortalama spreade bakılmaksızın, bir şirketin idare edebileceği en düşük spread artışı için bir taban oran olacak şekilde dizayn edilmiştir. Taban oranı, spread sifıra yaklaştıkça artacak olan spreadteki yüzdelerinin muhtemel bir sonucudur.

3.3.6. Kur Riski

Trafik ışık sistemi, kur riskinin ölçümünü, şirketlerin dövizdeki toplam net pozisyonlarına dayanarak yapmaktadır. Fakat hisse senedi riski için 1. Alternatif kullanılmışsa, hisse senetlerinin kur riskine maruz kalması durumu ölçüme dâhil edilmemektedir. Ölçüm yapılırken, kur riskine yönelik tüm hedge işlemleri göz önünde bulundurulmaktadır.

3.3.7. Türev Araçlar ve Oynaklıklar

Türev araçlar için risk ölçümü, her bir senaryoya uygun olarak ilgili türev araçların konusunu oluşturan varlıkların değerlerinde meydana gelen değişiklikler vasıtasıyla yapılır. Bu suretle, herhangi bir hisse senedi opsiyonu için değerdeki değişim, söz konusu opsiyonun konusunu oluşturan hisse senedi değerinde kırmızı senaryoya uygun olarak meydana gelen değişikliğe dayanılarak hesaplanmaktadır.

Trafik ışık sistemi ile test edilen stres senaryolarıyla birlikte, oynaklıkların da önemli ölçüde artması muhtemeldir. Trafik ışık sisteminin ölçümünde şirketler, türev ürünlerini etkileyen oynaklıkların her bir senaryodan nasıl etkilendiği üzerine varsayımda bulunmak zorundadırlar. Fakat sabit kalan oynaklık varsayımıyla ilişkili olarak, değerde meydana gelen değişimdeki farklılık, her zaman belirtilmek zorundadır.

3.3.8. Korelasyon

Trafik ışık sistemi, korelasyona ilişkin varsayımlar da içermektedir. Söz konusu korelasyon, stresle karşılıklı ilişki içerisinde olan durumlar altında araç tarafından ölçülen korelasyonu yansıtmalıdır. Belirtilen korelasyonların hesaplanması çok zor olup sadece yaklaşık bir sonuç elde edilebilmektedir. Bundan dolayı FI, basitleştirilmiş korelasyon varsayımlarıyla çalışmayı amaçlamaktadır. Trafik ışık sistemi içinde, muhtelif faiz oranı risklerinin kendi aralarında ve İsveç ve yabancı hisse senedi riskleriyle bağlantılı olduğu istisnası dışında, çeşitli risk faktörlerinin kendi aralarında bağımsız olduğu varsayılmaktadır.

Tampon sermaye üzerindeki toplam etki = $[(\text{net faiz oranı riski toplamı})^2 + (\text{net hisse senedi riski})^2 + (\text{net gayrimenkul fiyat riski})^2 + (\text{net kredi riski})^2 + (\text{net kur riski})^2]^{0.5}$

3.3.9. Trafik Işık Modeli Özeti

Trafik ışık sistemi içindeki varlık-fiyat değişimi büyüklükleri:

| Senaryo | |
|--|---|
| Faiz Oranı Riskleri | |
| Faiz oranı riski, nominal faiz oranı, SEK | 10 senelik faizin +/- 30% |
| Faiz oranı riski, reel faiz oranı, SEK | En uzun süreli reel faizin +/- 30% |
| Faiz oranı riski, nominal faiz oranı, Avro | 10 senelik faizin +/- 25% |
| Faiz oranı riski, diğer yurt dışı faiz oranları | En büyük diğer risk* için 10 senelik faizin +/- 30% |
| Kredi Riski (spreaddeki artış) | Max (100%; 25 bps) |
| Hisse Senedi Riski | |
| 1.alt. (kur riski eklenmemektedir), İsveç Yabancı | -40% -35% |
| 2.alt. (kur riski eklenmektedir) İsveç Yabancı | -40% -35% |
| Gayrimenkul Fiyat Riski | -35% |
| Kur Riski | +/- 10% |

* Verim eğrisinde meydana gelen ötelemenin aynen, diğer kurların faiz oranı eğrilerine uygulandığı anlamına gelmektedir.

Korelasyon varsayımları:

| Faiz Oranı Riskleri | Faiz oranı riski, nominal faiz oranı, SEK | Faiz oranı riski, Reel faiz oranı, SEK |
|---|--|---|
| Faiz oranı riski, reel faiz oranı, SEK | 0,8 | |
| Faiz oranı riski, nominal faiz oranı, Avro | 0,8 | 0,5 |
| Faiz oranı riski, diğer yabancı faiz oranları | 0,0 | 0,0 |
| Hisse Senedi Riskleri | İsveç hisse senedi riski | |
| Yabancı varlık riski | 1,0 | |

Her bir varlık-fiyat değişiminin net etkisi, karekök formülüne göre SEK birimi üzerinden birbiriyle toplanmaktadır. Eğer şirketin tampon sermayesi senaryonun sonuçlarından dolayı negatif olursa, bu durum kırmızı ışığa tekabül etmektedir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

Türkiye’de Emeklilik Yatırım Fonu Portföy Yönetimi

4.1. Emeklilik Yatırım Fonu Portföy Sınırlamaları

Ülkemizde uygulanmaya başlanan ve belirli katkı esasına dayanan bireysel emeklilik sisteminde, emeklilik yatırım fonlarının portföylerinin yönetiminde, diğer ülke örneklerinde olduğu gibi, uyulması gereken bir takım yatırım sınırlamaları getirilmiştir. Ayrıca, emeklilik şirketlerince katılımcılara sunulabilecek fon türleri de tahdidi olmamak kaydıyla ve piyasayı yönlendirmek adına SPK tarafından belirlenmiştir (Soylu. 2004). Böylelikle, belirli bir türde kurulan fonların

portföylerinin yönetiminde, söz konusu fon türünün tanımında yer alan sınırlamalara uymak zorunlu hale gelmiştir.

Emeklilik yatırım fonlarına ilişkin yönetmelikte, söz konusu fonların izahnamelerinde belirtilecek portföy yönetim stratejilerine uygun olarak kurulabileceği, ancak fonun unvanında belirli bir varlık grubuna, sektöre, sektörlerle, ülke ya da coğrafi bölgeye yatırım yaptığı izlenimini uyandıracak bir ibare kullanan fonların, varlıklarının en az %80'ini söz konusu varlık grubu, sektör ya da sektörlerle ait veya fon unvanında geçen ülke ya da coğrafi bölgeye ait varlıklardan oluşmak zorunda olduğu belirtilmiş ve SPK'nın 10.05.2002 tarih ve 22/646 sayılı kararı³¹ ile de bu şekilde kurulabilecek jenerik fon türleri belirlenmiştir.

Emeklilik yatırım fonu yöneticilerinin bu fonların yönetimi ile ilgili olarak karşılaştıkları ilk sınırlama, unvanlarında yer alan varlık grubuna portföy değerinin en az %80'i oranında yatırım yapma zorunluluğudur. Böylelikle, bu fonların yönetimi için varlık grubu dağılımının belirlenmesi aşaması söz konusu olmamakta, portföy yönetiminin büyük bir kısmını menkul kıymetlerin seçimi oluşturmaktadır. Bu düzenleme ile aslında her bir emeklilik yatırım fonunun aslında bir varlık grubu olarak algılanması ve yatırılan katkı paylarının söz konusu fonların karmasından oluşan planlar aracılığıyla yönetilmesi amaçlanmıştır (Soylu. 2004).

Yukarıda yer alan esaslar çerçevesinde kurulan fonların portföyleri ile ilgili olarak ise oldukça katı sınırlamalar getirilmiştir³². Söz konusu sınırlamaların en temel dayanağı, portföylerin en uygun şekilde çeşitlendirilerek risklerinin minimum seviyelere çekilmesinin sağlanmasıdır.

Portföylerinde bulundurulmuş varlıkların döviz, faiz ve piyasa riskleri gibi risklere karşı korunabilmesi için, emeklilik yatırım fonlarının türev araçlara yatırım yapabilecekleri ilgili yönetmelikte düzenlenmiştir. Aynı şekilde, emeklilik yatırım fonlarının portföylerine dahil edilebilecek türev araçlara ilişkin olarak çeşitli sınırlamalar getirilmiştir³³.

Emeklilik yatırım fonlarıncı girişim sermayesi yatırım ortaklıkları tarafından ihraç edilen para ve sermaye piyasası araçlarına fon varlıklarının en fazla %5'inin yatırılacağı sınırlaması ise, hem söz konusu yatırımların sadece girişim sermayesi yatırım ortaklıkları ile sınırlanması hem de oldukça düşük bir oranda portföye alınmasına izin vermesi nedeniyle, bu varlık grubunun emeklilik fonlarının portföylerine yapabileceği katkıları oldukça sınırlı düzeyde tutacaktır (Soylu. 2004).

³¹ Söz konusu fonların şirket ve tür bazında dağılımlarına www.spk.gov.tr adresinden ulaşılabilir.

³² Portföy sınırlamalarının yer aldığı tablo çalışmanın 3 no'lu ekinde yer almaktadır.

³³ SPK'nun 17.02.2006 tarih ve 8/172 sayılı kararında, vadeli işlem sözleşmelerine ilişkin getirilen sınırlamalar yer almaktadır.

4.2. Bireysel Emeklilik Sisteminde Denetim Mekanizması³⁴

Bireysel emeklilik sisteminde çok yönlü ve geniş kapsamlı denetim mekanizması bulunmaktadır. Söz konusu mekanizma; Hazine Müsteşarlığı (HM) tarafından yapılan denetim, SPK tarafından yapılan denetim, Emeklilik Gözetim Merkezince (EGM) yapılan günlük gözetim ve denetim, aktüeryal denetim, bağımsız dış denetim, iç kontrol sistemi ve iç denetim olmak üzere çeşitli şekillerde yerine getirilmektedir. Aşağıda HM, SPK ve EGM tarafından yapılan denetimlere ilişkin bilgiler yer almaktadır:

4.2.1. Hazine Müsteşarlığı Tarafından Yapılan Denetim

HM, emeklilik şirketlerinin emeklilik ve sigortacılık faaliyetlerini yılda bir defa olağan olarak, gerekli gördüğü hallerde her zaman olağan dışı olarak denetlemektedir.³⁵ Emeklilik şirketi, HM tarafından yapılacak denetimlerde, defter, kayıt ve belgeleri incelemeye hazır bulundurmakla ve istenilen her türlü bilgiyi ve belgeyi vermekte yükümlü bulunmaktadır. HM, emeklilik şirketinin aşağıda belirtilen hususlarda ve gerek gördüğü diğer konulardaki faaliyetlerini denetlemektedir.³⁶

HM her yıl emeklilik şirketinin; kuruluş aşamasında ve faaliyete başlarken mevzuatta aranan şartları kaybedip kaybetmediğini; yükümlülüklerini karşılayabilir yeterlilikte sermaye ve öz kaynağa sahip olup olmadığını; sahip olduğu teknik donanım ve organizasyon yapısının mevcut ve potansiyel ihtiyaçları karşılayıp karşılamadığını; katılımcıların sisteme girmesinde, aktarım yapmasında ve sistemden ayrılmasında mevzuata uyup uymadığını; katılımcıların haklarının korunmasına ilişkin olarak iyiniyet kurallarına riayet edip etmediğine ve emeklilik sözleşmelerindeki şartlara göre işlemleri ve bildirimleri zamanında yapıp yapmadığını; bireysel emeklilik araçları tarafından veya pazarlama ve satış elemanları aracılığıyla yapılan işlemlerin mevzuata uygun olup olmadığını; ilân ve reklamları mevzuata uygun şekilde yapıp yapmadığını ve bunlara ilişkin dosyaları tutup tutmadığını; katılımcıların katkılarını zamanında yatırıma yönlendirip yönlendirmediğini; katılımcı kayıtlarının toplanması ve saklanması için gerekli tedbirleri alıp almadığını ve portföy büyüklüğü ile orantılı şekilde alt yapı tesis edip etmediğini; HM tarafından istenecek istatistiklere uygun olarak veri tabanı oluşturulup oluşturulmadığını denetlemektedir. Ayrıca HM, emeklilik şirketinin 4632 Sayılı Kanun'un 11. maddesi kapsamında belirlenmiş olan sorumlulukları yerine getirip getirmediğini denetlemektedir. Bu kapsamda HM emeklilik şirketinin; emeklilik sözleşmelerine ilişkin HM'nin belirleyeceği esaslara göre bankalardan hizmet alıp almadığını, emeklilik sözleşmesi çerçevesinde tahsil edilen katkıların fona yönlendirilmesini sağlayıp sağlamadığını, bireysel emeklilik hesaplarının ve ilgili diğer kayıtların güncelleştirilmesini gerçekleştirip gerçekleştirmediğini, genel

³⁴ İlgili bölüm, Türkiye İşveren Sendikaları Konfederasyonu'nun internet sitesinden yararlanılarak hazırlanmıştır (www.tisk.org.tr).

³⁵ 4632 Sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu: md.20.

³⁶ Bu konuların hepsi için bkz. Emeklilik Şirketleri Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik: md 27

emeklilik yatırım fonu yönetim stratejisine ve kararlarına göre portföy yöneticilerinin emeklilik yatırım fonu portföyünü yönetmesini temin edip etmediğini, katılımcılara bireysel emeklilik hesaplarına ait günlük bilgilerine erişim olanağını sağlayıp sağlamadığını, emeklilik yatırım fonu portföyünde yer alan varlıklar, mali tablolar ve emeklilik yatırım fonunun performansı gibi konularda katılımcılara düzenli bilgi verip vermediğini, HM ve SPK tarafından istenecek bilgi, belge ve tablolar ile bireysel emeklilik kayıt sisteminin belirlenecek esas ve usullere göre hazırlanıp hazırlanmadığını, HM'nin belirleyeceği esas ve usuller çerçevesinde kendi iç denetimini gerçekleştirip gerçekleştirmediğini, SPK'nın belirleyeceği esas ve usuller çerçevesinde de emeklilik yatırım fonunun iç denetimini sağlayıp sağlamadığını, bireysel emeklilik hesaplarının ve emeklilik faaliyetlerinin sürekliliğinin sağlanmasına ve emeklilik yatırım fonu varlıklarının korunmasına ilişkin olarak, kayıtların ve varlıkların saklanması konusunda gerekli sorumluluklarını yerine getirip getirmediğini denetlemektedir. Ayrıca, söz konusu sorumlulukların emeklilik şirketi tarafından yerine getirilmemesi durumunda idari para cezası da uygulanmaktadır.³⁷

4.2.2. Sermaye Piyasası Kurulu Tarafından Yapılan Denetim

Emeklilik yatırım fonlarının kuruluş aşamasından itibaren; organizasyon yapısı, iç denetim ve bağımsız denetim, muhasebe, belge ve kayıt düzeni, katılımcıların bilgilendirilmesine ilişkin esaslar, yatırım fonu paylarının kayda alınmasına ilişkin esaslar, fon türlerine ve portföy sınırlamalarına ilişkin ilkeler, fon portföyündeki varlıkların değerlendirilmesine ve saklanmasına ilişkin hususlar, fonların birleştirilmelerine ve devirlerine yönelik esaslar SPK tarafından düzenlenmektedir (Cansızlar. 2003). Bu kapsamda her bir emeklilik şirketinin; emeklilik yatırım fonlarının, portföy yöneticilerinin ve saklayıcının faaliyetleri yılda en az bir kere SPK tarafından denetlenmektedir. Emeklilik yatırım fonlarının; muhasebe, belge kayıt düzeni ile bağımsız dış denetimine ilişkin olarak SPK'nın düzenlemelerine uyması gerekmektedir. Emeklilik yatırım fonunun muhasebe, belge ve kayıt düzeninin portföy yöneticisi dışında oluşturulması zorunluluğu bulunmaktadır. Emeklilik yatırım fonlarının hesap ve işlemleri üçer aylık ve yıllık dönemler halinde bağımsız dış denetime tabi tutulmaktadır. Bağımsız dış denetim yapılan dönemlerde; emeklilik yatırım fon varlıklarının mevzuata uygun olarak saklanıp saklanmadığı, birim pay değerinin mevzuata uygun hesaplanıp hesaplanmadığı, emeklilik yatırım fonunun yatırım performansına bağlı olarak kamuya açıklanan bilgilerin mevzuata uygun olup olmadığı hususlarına ve emeklilik yatırım fonu iç kontrol sistemine ait bilgiler ve bağımsız denetçi görüşünü içeren bir rapor hazırlanarak emeklilik şirketine ve SPK'ya gönderilmektedir.

4.2.3. Emeklilik Gözetim Merkezince Yapılan Günlük Gözetim ve Denetim

Bireysel emeklilik sisteminin güvenli ve etkin biçimde işletilmesini sağlamak, katılımcıların hak ve menfaatlerini korumak amacıyla emeklilik şirketlerinin faaliyetleri HM'nin günlük gözetim ve denetimine tabi olmaktadır. Bu

³⁷ 4632 Sayılı Kanun: md.22. Bkz. ileride "İdari Suçlar ve Cezaları".

kapsamda HM, emeklilik şirketlerinin faaliyetlerinin günlük gözetimi, denetimi, katılımcılara ait bilgilerin saklanması, kamuyu ve katılımcıları bilgilendirme vb. fonksiyonlar için Emeklilik Gözetim Merkezini³⁸ görevlendirmektedir. Gözetim ve denetim faaliyetlerinde EGM, katılımcıların emeklilik yatırım fonlarıyla ilgili işlemlerine ilişkin bilgileri SPK'dan ve SPK'nın uygun göreceği saklayıcı kuruluştan temin edebilmektedir. EGM'nin görevini yerine getirebilmesi için emeklilik şirketinin bazı yükümlülükleri bulunmaktadır. Bu bağlamda emeklilik şirketleri; katılımcıların bireysel emeklilik sistemine girmesine, katkılarının emeklilik planlarına uygun olarak yatırıma yönlendirilmesine, yapılacak kesintilere, katkıların bireysel emeklilik hesaplarında izlenmesine, aktarımların yapılmasına, sistemden ayrılmalara, bireysel emeklilik aracılık faaliyetlerine ve ilgili diğer işlemlere ilişkin olarak katılımcılar ve HM nezdinde şeffaf işlemlerini sağlayacak çağdaş bilgi teknolojisinin alt yapısını oluşturmak zorundadır. Emeklilik şirketi; katılımcı bazında gerçekleştirilen tüm işlemleri gerçek zamanlı olarak ilişkişel veri tabanı yönetim sistemleriyle takip etmekle, katılımcı ve HM tarafından geriye dönük olarak elektronik sorgulamayı açık tutmakla ve standartlaştırılmış veri tabanı kayıtlarını emeklilik gözetim merkezine gün sonu itibarıyla iletmekle sorumlu bulunmaktadır. Emeklilik şirketi kullanacağı bilgi teknolojisi sayesinde, elektronik sorgulamaları gerçek zamanlı olarak yanıtlayacak mekanizmayı bünyesinde oluşturmak ve katılımcılara internet ve otomatik sesli yanıtlayıcı teknolojileri kullanılmak suretiyle hizmet vermek zorundadır³⁹.

4.3. Genel Çıkarımlar ve Öneriler

Dünyanın birçok ülkesinde özel emeklilik fonlarının, hisse senedi piyasalarını aştığı görülmektedir. Ülkeler sosyal yardım bütçesini kısıtıkça, söz konusu fonlar daha da büyümektedir. 2005 yılı itibarıyla, OECD ülkelerinin emeklilik fonu varlıkları toplamı 17,9 trilyon Dolar'a ulaşmıştır⁴⁰.

Bireysel emeklilik sisteminin devreye girmesiyle benzer bir gelişme ülkemiz için de gerçekleşmeye başlamıştır. 2003 yılında sistemde sadece 17 bin civarında katılımcı mevcut iken bugün bu rakamın 1,4 milyona ulaştığını, fon birikiminin ise 2003 yılında sadece 29,5 milyon Dolar iken 2007 yılı sonu itibarıyla 3,7 milyar Dolar'ı aştığı müşahede edilmektedir.⁴¹ Bu rakamlar önemli bir gelişmeyi ifade etmekle beraber Türkiye'nin bireysel emeklilik alanında taşıdığı potansiyelin bu rakamların ifade ettiği, işaret ettiği seviyelerin çok daha üzerinde olduğu düşünülmektedir. Bu doğrultuda, nüfusun genç yapısı, hızlı ve yüksek büyüme

³⁸ Emeklilik Gözetim Merkezi, bireysel emeklilik şirketleri tarafından ortaklaşa kurulan ve idare edilen bir denetim merkezidir. Bireysel Emeklilik Sisteminde faaliyet gösterecek şirketlerin günlük olarak elektronik ortamda denetimine ve gözetimine, sistemin güven içinde işleyişine, olası sorunların kısa sürede tespit edilerek zamanında gerekli müdahalelerde bulunmasını, veri üretimi ile sistemin analitik sorgulanmasına olanak sağlamak amacıyla kurulmuştur. HM'den izin alan 11 bireysel emeklilik şirketi tarafından kurulan EGM, sistemin önemli bir güvencesidir. EGM, emeklilik şirketlerinin elektronik ortamda günlük denetim ve gözetimini sağlamaya yönelik bilgileri oluşturma, kamu otoritelerine rapor hazırlama ve katılımcılara ait bilgileri saklama amacını taşımaktadır.

³⁹ 4632 Sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu: md.29.

⁴⁰ Kaynak: OECD (<http://www.oecd.org/dataoecd/21/28/37528620.pdf>)

⁴¹ Kaynak: Emeklilik Gözetim Merkezi (<http://www.egm.org.tr>)

potansiyeli, mali sistemin gelişme potansiyelleri gibi avantajların bireysel emeklilik sisteminin gelişimi açısından çok önemli fırsatlar olarak görünmektedir.

OECD bölgesindeki emeklilik yatırım fonlarının genellikle, ağırlıklı olarak tahvillere yatırım yaptıkları, fakat ülkeler arasında büyük farklılıkların söz konusu olduğu; bazı ülkelerde hisse senetlerinin fon varlıklarının üçte birini oluşturduğu görülmektedir. Tablo 6'da, çok sayıda OECD ülkesindeki emeklilik yatırım fonlarının portföylerinde gözlemlenen tahvil baskınlığı ortaya konulmaktadır⁴². Örneğin, 2005 senesinde, Avusturyalı emeklilik fonlarının varlıklarının %54,5'i tahvillerden oluşmaktadır. Çek Cumhuriyeti (%82,4), Danimarka (%50,3), Fransa (%63,4), Macaristan (%75,5), Kore (%78,9), Meksika (%94,8), Norveç (%55,4), Polonya (%63,4), İspanya (%60,2) ve Türkiye (%80,5) portföylerinin %50'sinden fazlası tahvillerden oluşan diğer ülkelerdir. Aynı zamanda, dört ülke dışında (Almanya, Kore, Hollanda ve İspanya) portföylerde bulundurulmuş tahviller büyük oranda kamu kesimi tahvilleridir.

Diğer taraftan OECD bölgesi içerisinde, emeklilik yatırım fonu varlıklarının büyük oranda hisse senetlerine yönlendirildiği, Finlandiya (%41,3), Hollanda (%49,8), İngiltere (%40,1) ve Amerika (%41,3) gibi ülkeler de bulunmaktadır⁴³. Ayrıca düşük getiri oranlarından dolayı, OECD ülkelerindeki emeklilik yatırım fonu varlıklarının çok az bir kısmı mevduat şeklinde tutulmaktadır.

Yukarıda yer alan veriler çerçevesinde, OECD ülkelerindeki emeklilik fonları konsolide portföy dağılımının %30,75'inin hisse senetlerinden, %21,89'unun yatırım fonlarından, %24,55'ini ise kamu ve özel sektör borçlanma senetlerinden⁴⁴ oluşmaktadır. %16,82 olan diğer kaleminde ise İngiltere ve İtalya'daki sigorta sözleşmeleri, Almanya'da ve Avustralya'daki krediler, Lüksemburg'daki özel yatırım fonları ile Amerika'daki kredi, sigorta sözleşmeleri ve diğer yatırım araçları yer almaktadır.⁴⁵

OECD ülkelerinin aksine diğer ülkeler arasında, fon varlıkları dağılımına ilişkin büyük farklılıklar bulunmamaktadır. Bu ülkelerde, çoğunlukla tahvil ve mevduat gibi güvenli yatırım araçlarının fon portföylerine dahil edildiği görülmektedir. Örneğin, Brezilya'da emeklilik fonları tarafından varlıkların %44,2'si mevduat olarak tutulmaktadır. Söz konusu oran Endonezya'da %70,9 ve Tayland'da %40,1'dir. Emeklilik fonu varlıklarının, büyük oranda tahvil şeklinde tutulduğu ülkeler ise Bulgaristan (%69,1), Kolombiya (%65,9), Slovenya (%76,7) ve Singapur (%96,4)'dur. Portföy sınırlamaları, uygun yatırım araçlarının mevcut olmayışı veya kısıtlılığı ve yüksek faiz oranları, söz konusu ülkelerdeki emeklilik fonu yatırımlarının büyük oranda tahvil ve mevduatlara yönlendirilmiş olmasının ana sebepleri olarak gösterilmektedir.

⁴² İlgili tabloya çalışmanın 4 no'lu ekinde yer verilmiştir.

⁴³ Oranlar 2005 yılına aittir.

⁴⁴ Bu oranın %59,38'i kamu, %40,62'si özel sektör borçlanma senetleridir.

⁴⁵ Kaynak: Emeklilik Gözetim Merkezi (<http://www.egm.org.tr>)

OECD bölgesinde yer almayan ülkelerde, emeklilik yatırım fonu varlıklarının çok az bir kısmı hisse senetlerinden oluşmaktadır. Hisse senetlerinin fon varlıkları içerisindeki oranları Brezilya'da %15,9, Kolombiya'da %11,3, Slovenya'da %0 ve Tayland'da %15'dir. Tablo 7'de 2005 yılı itibarıyla, Latin Amerika ülkelerindeki emeklilik yatırım fonlarının varlık dağılımları yer almaktadır.⁴⁶ Genel intiba, yatırımların ağırlıklı olarak kamu sektöründe (devlet tahvili) yoğunlaştığı yönündedir. Örneğin, Arjantin, Bolivya, Kostarika, El Salvador ve Uruguay gibi ülkelerde varlıkların %50'sinden fazlası kamu sektörüne yönlendirilmiş durumdadır. Yabancı varlıklar söz konusu olduğunda, Latin Amerika ülkelerinin büyük kısmında varlıkların çok düşük oranlarda yabancı varlık şeklinde tutulduğu görülmektedir.

Diğer taraftan, aşağıdaki tabloda 2004, 2005 ve 2006 yılları itibarı ile emeklilik yatırım fonlarının büyüklükleri, portföy dağılımları ve ortalama vadeleri yer almaktadır. 31.12.2006 tarihi itibarı ile ülkemizdeki emeklilik yatırım fonlarının portföy dağılımlarına bakıldığında toplam net varlık değeri içerisinde hisse senetlerinin %8,6'lık, kamu borçlanma senetlerinin %72,56'lık, ters reponun %14,91'lik, borsa para piyasasının %0,10'luk, yabancı menkul kıymetlerin %0,65'lik bir paya sahip olduğu görülmektedir. Diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye'de de çoğunlukla tahvillerin fon portföylerine alındığı anlaşılmaktadır.

Tablo 8. Emeklilik Yatırım Fonları Toplam Bilgileri

| Tarih | Ortalama Vade (Gün) | Toplam Net Varlık Değeri (YTL) | Hisse Senedi (%) | Kamu Borçlanma Senedi (%) | Ters Repo (%) | Borsa Para Piyasası (%) | Yabancı Menkul Kıymet (%) |
|------------|---------------------|--------------------------------|------------------|---------------------------|---------------|-------------------------|---------------------------|
| 30.12.2004 | 407 | 296.133.224 | 13,21 | 72,57 | 9,07 | 3,32 | 1,83 |
| 31.12.2005 | 549 | 1.227.661.174 | 11,08 | 79,59 | 7,34 | 0,87 | 1,11 |
| 31.12.2006 | 526 | 2.821.484.474 | 8,60 | 72,56 | 14,91 | 0,10 | 0,65 |

Ülkeler arasındaki farklı rejim düzenlemeleri, varlık dağılımlarındaki farklılığı kısmen açıklamaktadır. Genel olarak, Anglo-Sakson ülkelerinde emeklilik fonu yatırımlarında basiretli yönetim ilkeleri (Prudent Person Rule) uygulanmaktadır. Basiretli yönetim ilkeleri yaklaşımında, yatırımların belirli sınırlamalar doğrultusunda kısıtlı sayıdaki yatırım araçlarına yönlendirilmelerinden ziyade yatırımların ihtiyatlı bir şekilde yapılması gerektiği durumu söz konusudur. Bu şekilde, belirli varlıklarla sınırlı olmak üzere çok düşük oranda kısıtlamalar söz konusudur. Uygulamada bu durum, emeklilik fonlarının daha fazla oranda hisse senetlerine yatırım yapmaya yönlendirmektedir. Örneğin, 2005 yılında Avusturyalı emeklilik fonları yatırımlarının %21,7'sini hisse senetlerine gerçekleştirmişlerdir. Aynı şekilde Kanada %25,8, Amerika %41,3 ve İngiltere %40,1 oranındaki yatırımlarını hisse senetlerine yapmışlardır. Varlıklara yönelik çeşitli miktar kısıtlamaları, geleneksel olarak diğer birçok ülkede uygulanmaktadır. Bu şekilde, belirli varlık gruplarına üst yatırım limitleri getirilmektedir.

Farklı rejim düzenlemelerinin yanı sıra, emeklilik fayda planlarının muhasebeleştirme standartlarında yapılan son değişiklikler de çok sayıda OECD ülkesindeki emeklilik fonlarının yatırımları üzerinde büyük etkiye sahiptir. 19

⁴⁶ İlgili tablo çalışmanın 5 no'lu ekinde yer almaktadır.

numaralı Uluslararası Muhasebe Standardı (IAS), belirli fayda planlarının varlık ve yükümlülükleri arasındaki farkın, sponsor şirketin bilançosuna piyasa fiyatına dayalı değerlendirme metoduyla konulması gerektiğini şart koşmaktadır. İngiltere’de 17 numaralı Finansal Raporlama Standardı (FRS), aktüeryal kazanç ve kayıpların anında teşhis edilmesini gerekli kılmaktadır. Söz konusu standart kapsamında, hisse senedi gibi değişken getirili varlıklar şirket bilançolarında daha çok oynaklığa yol açmakta ve dolayısıyla tahvillere olan talebi artırmaktadır. Bu durum, büyümekte olan tahvil talebinin daha düşük getiri oranlarına yol açacağı ve düşük getiri oranlarının da, pasiflerin tahvil faizleriyle iskonto edildiği göz önünde bulundurulduğunda, emeklilik fonu yükümlülüklerini artıracığı şeklinde muhtemel bir kısır döngüye yol açabilmektedir.

Son zamanlarda bireysel emeklilik planlarında, katılımcıların yatırım seçeneklerini artırma yönünde bir global trend söz konusudur. Bu global trend, iyi bilgilendirilmiş bir yatırımcının toplam menfaatini maksimize etmek için rasyonel hareket edeceğini öngören geleneksel ekonomi varsayımına dayandırılmaktadır. Sonuç olarak yatırım seçenekleri, katılımcıların kendi risk-getiri tercihleriyle uyumlu, en optimal yatırım portföyünü seçmelerine imkan sağlayacaktır.⁴⁷

Çeşitli ülkelerde çoklu fonlar sistemi (multifunds system) olarak bilinen bu yeni yatırım planında, emeklilik fonları farklı yaş gruplarını hedef alan farklı yatırım portföy seçenekleri sunabilmektedirler. Bu yenilik, portföy dağılımlarının çalışanların kendi ihtiyaç ve tercihleri doğrultusunda oluşturulabilmesinin sağlanması için dizayn edilmiştir. Fonlar, portföylerinde bulunan hisse senedi oranları doğrultusunda farklılaştırılmaktadır. Bu şekilde, portföy içerisinde hisse senedi miktarı arttıkça, risk ve beraberinde beklenen getiri artmış olacaktır.⁴⁸

Farklı katılımcıların, portföy dağılımlarına ilişkin farklı tercihleri olabilmekte ve bunlar farklı riskten kaçınma dereceleriyle yansıtılmaktadır. Genç katılımcılar, emeklilik gelirlerini artırmak için daha yüksek getirili riskli yatırımları tercih ederken, yaşlı üyeler emeklilik dönemi gelirlerinde daha az dalgalanmanın yaşanması için daha az getirili risksiz yatırımları tercih etmektedirler.⁴⁹

Çoklu fonların, emeklilik sistemi ve sermaye piyasaları için başka pozitif katkıları da bulunmaktadır. Öncelikle, katılımcıları emeklilik fonlarının performanslarına ilişkin daha çok bilgi edinmeye yönlendirmektedir. İkinci olarak, yöneticiler tarafından sağlanan hizmeti geliştirmektedir. Üçüncü olarak, katılımcıların sayısı artırılmakta ve son olarak varlıkların daha etkin bir şekilde dağılımı sağlanmaktadır.⁵⁰

Konu Türkiye açısından ele alındığında, ülkemizde uygulanan bireysel emeklilik sisteminde faaliyet gösteren fonlara yönelik katı portföy sınırlamalarının söz konusu olduğu görülmektedir. Söz konusu yatırım sınırlamaları, ülkemizdeki

⁴⁷ Kaynak: OECD (www.oecd.org/dataoecd/21/28/37528620.pdf)

⁴⁸ Kaynak: OECD (www.oecd.org/dataoecd/21/28/37528620.pdf)

⁴⁹ Kaynak: OECD (www.oecd.org/dataoecd/21/28/37528620.pdf)

⁵⁰ Kaynak: OECD (www.oecd.org/dataoecd/21/28/37528620.pdf)

emeklilik fonlarının portföylerinde ağırlıklı olarak tahvil bulundurulmasının sebepleri arasında sayılabilir. Fakat burada esas olarak etkili olan faktörlerin sistemin belirli katkı payı esasına dayalı olması, iç borçlanma araçlarının reel getirilerinin yüksek olması ve piyasanın henüz sık olması hususlarının olduğu düşünülmektedir. Belirli katkı planlarında, emeklilik gelirinin beklenen düzeyden daha aşağıda olması riskini katılımcılar üstlendiğinden, herhangi bir getiri oranının garanti edilmesi zorunluluğu bulunmadığından emeklilik şirketlerine ilişkin geri ödeyememe riski söz konusu değildir. Dolayısıyla yatırımların yüksek reel getirisi olan kamu borçlanma araçlarına yönlendirilmesiyle, emeklilik şirketleri, henüz gelişmekte olan bir piyasada (rekabet koşullarının tam olarak sağlanmadığı, hizmet kalitesindeki farklılaşmanın tam olarak oluşmadığı, katılımcıların yüksek beklentiler içerisinde olmadığı, uzun vadeli yatırım politikalarının uygulanmadığı ve devlet desteklerinin bulunduğu) faaliyetlerini sancısız bir şekilde sürdürmektedirler. Fakat iç borçlanma faiz oranlarının düşüş eğilimi içerisinde olduğu bir gerçektir. Bundan dolayı, portföylere ağırlıklı olarak tahvillerin dahil edilmesi yoluyla tatmin edici getiri elde edilebilmesinin sürdürülmesi imkan dahilinde görülmektedir. Ayrıca sistemin gelişmesiyle, piyasaya gerçek manada rekabeti getirecek olan belirli fayda planlarının da uygulamaya geçirileceği düşünülmektedir. Belirli fayda planlarının da sisteme dahil olması halinde, kamu borçlanma senetlerinden elde edilen düşük getirilerle emeklilik yatırım fonlarının taahhütlerinin yerine getirilebilmesi zor görünmektedir. Bu durumda, kaynakların optimal bir şekilde dağıtılmasına gereksinim duyulacaktır.

Çalışmanın önceki bölümlerinde, finansal piyasaların yeteri kadar gelişmediği ülkemiz gibi gelişmekte olan ülkelerde, emeklilik fonu portföylerine ilişkin başlangıçta bazı katı yatırım sınırlamalarının getirilmesinin sistemin işleyişinin sağlam temellere oturması açısından faydalı olacağı hususuna değinilmişti. Özel emeklilik sisteminin uygulanmaya başlandığı ilk zamanlarda (genel olarak kastedilen ilk 10 sene) sermaye çıkışlarına getirilecek olan sınırlamalar sayesinde, emeklilik yatırım fonlarının yerli sermaye piyasalarının gelişimine olan katkılarının daha çok olacağı ve zorunlu sosyal güvenlik sisteminden özel emeklilik sistemine geçişin getireceği mali yüklerin de bu şekilde azaltılacağı ifade edilmektedir. Söz konusu durumun ülkemiz için de geçerli olduğu; dolayısıyla başlangıçta portföy sınırlamalarının çeşitli yararlar sağlayacağı düşünülmektedir. Yatırım sınırlamaları ayrıca, karar alma sürecinde portföy yöneticisi tarafından fon portföyünü aşırı risk altına sokabilecek yatırım kararları alınmasının önlenmesine yardımcı olmaktadır. Fakat aynı sınırlamalar emeklilik yatırım fonları tarafından yeteri kadar iyi çeşitlendirilmiş portföylerin oluşturulmasına, değişken piyasa koşullarına göre yerinde ve zamanında gerekli uyarlamaların yapılmasına engel teşkil etmektedir. Yine söz konusu sınırlamalar yüzünden, katılımcıların emeklilik dönemlerinde düşük gelir elde etmesine neden olmaktadır.⁵¹ Bundan dolayı, burada üzerinde durulması gereken husus, söz konusu sınırlamaların hangi noktaya kadar yarar sağlayıp sağlamadığıdır. Getirilen yatırım sınırlamaları, emeklilik fonlarının risklerle olan mücadelesinde yarardan çok zarara sebep oluyorsa söz konusu sınırlamaların esnetilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

⁵¹ İyi çeşitlendirilmemiş bir portföyün, getirisi de optimal seviyede olmayacaktır.

Son yıllarda dünya genelinde, emeklilik yatırım fonlarının çeşitli zorluklarla mücadele etmekte olduğu çalışmanın önceki bölümlerinde ifade edilmişti. Uzun süredir düşük seviyelerde seyreden faiz oranları ve piyasa değerlemesine dayalı yeni muhasebe standardı, çok sayıda emeklilik yatırım fonunu zor durumda bırakmıştır. Düşük faiz hadlerine rağmen portföylerinde ağırlıklı olarak tahvil bulundurmaya devam eden emeklilik fonları, yükümlülüklerini yerine getirememesi riskiyle yüzleşirken; yatırımlarını yüksek getirili riskli varlıklara yönlendiren fonlar ise oluşabilecek zararlara karşı yeterli miktarda özsermaye bulundurmama riskiyle yüzleşmektedirler. Bu durum karşısında, çok sayıda ülkenin finansal otoritesi senaryo bazlı çeşitli denetim mekanizmaları geliştirmişlerdir. Söz konusu denetim mekanizmalarıyla, emeklilik şirketlerinin sermaye tabanlarının önceden tanımlanmış stres senaryolarına (piyasa şokları) karşı olan duyarlılıklarını belgeleyen düzenli raporların hazırlanması gerekli kılınmaktadır. Bu şekilde, yüksek finansal risk içeren fonların erken safhada tespiti mümkün hale gelmektedir. Getirilen zorunlu raporlamalarla, şirketlerin sermaye güçleri doğrultusunda yatırımlarını ayarlamaları istenmektedir.

Görüldüğü üzere, gerek portföy sınırlamalarının gerek basiretli yönetim ilkelerinin uygulandığı ülkelerde, emeklilik fonlarının yapmış olduğu yatırımlardan dolayı çeşitli risklerle karşılaşmaması gibi bir durum söz konusu değildir. Söz konusu risklerden dolayı, emeklilik fonları esasen diledikleri gibi yatırım yapmamaktadırlar. Bundan dolayı, özel emeklilik sisteminde belirli bir gelişimin sağlandığı ülkelerde portföy sınırlamalarının devam etmesini makul kılacak yeterli gerekçe bulunmamaktadır.

Yukarıda yer alan hususlar çerçevesinde, ülkemizde uygulanmakta olan portföy sınırlamalarının kademeli olarak esnetilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir. Bu şekilde, iç borçlanma faiz oranlarının düşüşü karşısında fon varlıklarının etkin bir şekilde dağıtılabilmemesinin önündeki engeller kaldırılmış olacaktır. Yine söz konusu sınırlamaların kaldırılmasıyla belirli fayda planlarının sisteme dahil edilmesi durumunda, fonların düşük getiri oranlarına mahkum edilerek taahhütlerin yerine getirilmesini önleyecek düzenlemelerden kaçınılmış olunacaktır. Ayrıca, emeklilik yatırım fonlarının yurt dışı piyasalarından yeteri kadar yararlanmalarının sağlanması durumunda, ülkesel şoklara olan korelasyon azaltılmış olacaktır.

Bir önceki bölümde de değinildiği üzere, ülkemizdeki bireysel emeklilik sisteminde çok yönlü ve geniş kapsamlı bir denetim mekanizması bulunmaktadır. Fakat mevcut sistemde, emeklilik yatırım fonlarının aktifinde yer alan varlıkların risk dereceleri yansıtılmamakta ve ulaşılan tespitler genel olarak geriye dönük verilere ilişkin yapılan incelemelerin sonuçları durumundadır. Ülkemizdeki bireysel emeklilik sisteminin gelişimiyle birlikte, emeklilik fonlarına yönelik çıkartılmış olan kanun ve düzenlemelerin yeterli olmayacağı ve çeşitli iyileştirmeler yapma yoluna gidilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir. Söz konusu iyileştirmeler yapılırken özellikle, gelecekteki pay ödemelerini tehlikeye sokabilecek düzensizliklere ve aşırı risk alımlarına erken safhada müdahale edilmesi gerektiği hususunun göz önünde bulundurulması gerekmektedir.

Siyasi krizlerin sıkça yaşandığı ve dışsal şokların yüksek düzeyde hissedildiği ve dolayısıyla belirsizliklerin ve oynaklıkların çok fazla olduğu ülkemizde, emeklilik şirketlerinin finansal güçleri dönemsel olarak çok farklılık arz edebilmektedir. Değişen piyasa koşulları, bu şirketlerin risk algılayışlarını da değiştirmektedir. Risk alma seviyelerini, değişen koşullara uygun şekilde adapte edemeyen emeklilik fonları, dünya genelinde yaşandığı üzere, kendilerini istenmeyen durumlar içerisinde bulacaktır. Gelecekte benzer problemlerin ülkemizde yaşanmasını önlemek için, sermayelerinin kaldırabileceğinin üzerinde risk almış olan fonların önceden tespitine yönelik trafik ışık sistemi benzeri bir denetim mekanizmasının oluşturulmasının uygun olacağı düşünülmektedir.

GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Sosyal güvenlik sorunu, özellikle son yıllarda, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin ortak sorunlarının başında gelmektedir. İstikrarsız siyasi oluşumlar, işsizlik sorunu, kayıt dışı ekonominin fazlalığı ve kişi başına düşen milli gelirin düşüklüğü gibi sorunlar gelişmekte olan ülkelerin; azalan doğum oranı ve ortalama yaşam süresinin uzaması gibi nedenlerle nüfusun yaşlanması ise gelişmiş ülkelerin sosyal güvenlik sistemlerinde aktüeryal dengeleri bozucu rol oynamaktadır. Bunun sonucunda ise, ülkeler çeşitli reform politikaları benimseyerek sosyal güvenlik sistemlerindeki aksaklıkları gidermeyi ve bu sistemi yeniden yapılandırmayı hedeflemektedirler (Soylu.2004).

Ülkemizde de, aynı kaygılarla hazırlanan 4632 sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu ile hem mevcut sosyal güvenlik sisteminde ihtiyaç duyulan reformun önemli bir adımı atılmış, hem de sermaye piyasasındaki kurumsal yatırımcı etkisinin artırılması için yeni ve umut vadeden bir aşamaya geçilmiştir.

Özel emeklilik fonlarının, uluslararası piyasalardan serbestçe yararlanmalarına izin verilip verilmemesi, eğer izin verilecekse hangi aşamada buna müsaade edilmesi gerektiği hususları dünya genelinde tüm ülkelerde bir tartışma konusudur. Gelişmekte olan ülkeler perspektifinden konu ele alındığında, başlangıçta sermaye çıkışlarına getirilecek olan sınırlamalar sayesinde, emeklilik yatırım fonlarının yerel sermaye piyasalarının gelişimine olan katkılarının daha çok olacağı ve zorunlu sosyal güvenlik sisteminden özel emeklilik sistemine geçişin getireceği mali yüklerin de bu şekilde azaltılacağı iddia edilmektedir. Diğer taraftan, Modern Portföy Teorisi ve en önemli aracı olan Finansal Varlık Fiyatlandırma Modeli tarafından, tam verimli entegre bir piyasada dünya portföyünün en optimal portföy seçeneği olduğu belirtilmektedir.

Özel emeklilik fonlarının yönetiminde dünya uygulamaları incelendiğinde, çeşitli yatırım sınırlamalarıyla, portföylere dahil edilecek varlıkların sınırlandırıldığı görülmektedir. Piyasaların işleyişine yönelik bu çeşit devlet müdahaleleri bilgi asimetrisi, dışsallık ve tekelleşme gibi piyasa başarısızlıklarına bağlanmaktadır. Bununla

birlikte, emeklilik yatırım fonlarına yönelik düzenlemelerin sebeplerinin mütalaa edilebilmesinin tek yolunun finansa dayalı yaklaşımlar olmadığı da açıktır. Emeklilik yatırım fonlarının yerel piyasalar ve sosyal güvenlik harcamaları üzerindeki olumlu etkileri, konunun sadece finansal açıdan ele alınamayacağını en önemli göstergeleridir.

Portföy sınırlamaları ve diğer düzenlemelere rağmen, son yıllarda dünya genelinde, emeklilik yatırım fonlarının ciddi zorluklarla karşı karşıya olduğu görülmektedir. Piyasa tarafında, 1990'lı yıllar boyunca düşen faiz oranları içinde bulunan on yıl içerisinde de düşük seviyelerini sürdürmektedir. Düşük iskonto hadleri, emeklilik şirketlerinin yükümlülüklerini karşılama yeterliliklerinin azalmasına neden olmuştur. Yine aynı şekilde, emeklilik şirketlerinin aktif ve pasiflerinin piyasa fiyatları ile muhasebeleştirilmesini zorunlu kılan muhasebe standardının yeni milenyumla birlikte uygulamaya geçirilmesi, bir kısım aktüeryal tekniklerin uygulanarak yükümlülüklerin karşılanması yeterliliğine ilişkin problemlerin gizlenmesi ihtimali bertaraf edilmiştir. Söz konusu duruma ilişkin bazı ülkelerin finansal denetleme otoriteleri, riske dayalı yükümlülük karşılama yeterliliği raporlama sistemlerini devreye sokmuşlardır. İlk defa Danimarka'da uygulamaya başlanan ve sonrasında İsveç'te devreye sokulan söz konusu denetim aracına trafik ışık sistemi adı verilmektedir. Ayrıca Almanya, Fransa, İngiltere, Hollanda ve İsviçre gibi ülkelerde de trafik ışık sistemine benzer, farklı şekillerde biçimlenmiş senaryoya dayalı stres testlerinin, emeklilik şirketleri tarafından uygulanması zorunlu kılınmıştır.

İsveç Finansal Denetleme Otoritesi tarafından geliştirilmiş olan trafik ışık sistemi, yüksek finansal risk içeren hayat sigortası şirketlerinin ve mesleki emeklilik fonlarının erken tespitine yönelik çabalara yardımcı olmaktadır. Burada, şirketlerin sermaye güçleri doğrultusunda yatırımlarını ayarlamaları ve risk almaları hedeflenmektedir. Trafik ışık sistemi, piyasadaki menkul veya gayrimenkul fiyatları veya faiz oranları aniden değiştiği takdirde, problem yaşayacak olan şirketlerin tespitini amaçlamaktadır. Ayrıca sistem, yeterli sermaye gücü olan şirketlerin yüksek riskli yatırım araçlarına yatırım yapmalarına engel teşkil etmemektedir.

Ülkemizde uygulanmaya başlanan bireysel emeklilik sisteminde, emeklilik yatırım fonlarının portföylerinin yönetiminde, diğer ülke örneklerinde olduğu gibi, uyulması gereken bir takım yatırım sınırlamaları getirilmiştir. Ayrıca, emeklilik şirketlerince katılımcılara sunulabilecek fon türleri de tahdidi olmamak kaydıyla ve piyasayı yönlendirmek adına Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenmiştir. Böylelikle, belirli bir türde kurulan fonların portföylerinin yönetiminde, söz konusu fon türünün tanımında yer alan sınırlamalara uymak zorunlu hale gelmiştir.

Emeklilik fonlarına getirilen yatırım sınırlamaları, karar alma sürecinde portföy yöneticisinin fon portföyünü aşırı risk altına sokabilecek yatırım kararları almasının önlenmesine yardımcı olmaktadır. Diğer bir taraftan, aynı sınırlamalar emeklilik yatırım fonları tarafından yeteri kadar iyi çeşitlendirilmiş portföylerin oluşturulmasına, değişken piyasa koşullarına göre yerinde ve zamanında gerekli ayarlamaların yapılmasına engel teşkil etmektedir. Ayrıca söz konusu sınırlamalar

yüzünden, katılımcıların emeklilik döneminde düşük gelir elde etmesine neden olmaktadır. Bundan dolayı, burada üzerinde durulması gereken husus, söz konusu sınırlamaların hangi noktaya kadar yarar sağlayıp sağlamadığıdır. Getirilen yatırım sınırlamaları, emeklilik fonlarının risklerle olan mücadelesinde yarardan ziyade zarara sebep oluyorsa söz konusu kısıtların gevşetilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

Ülkemizde uygulanan bireysel emeklilik sisteminde faaliyet gösteren fonlara yönelik katı portföy sınırlamaları söz konusudur. Yukarıda yer alan hususlar çerçevesinde, söz konusu sınırlamaların yumuşak bir geçişle esnetilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir. Ayrıca bu aşamada, SPK tarafından, yüksek finansal risk içeren emeklilik yatırım fonlarının önceden tespit edilmesine yönelik bir denetim ve gözetim mekanizmasının oluşturulmasının yararlı olacağı düşünülmektedir. Söz konusu denetim metodu oluşturulurken, yurt dışı örneklerinden yararlanılması faydalı olacaktır. Özellikle, Danimarka ve İsveç gibi ülkelerde uygulanmakta olan trafik ışık sistemi üzerinde durulması yol gösterici olacaktır. Burada, ülkemizde faaliyet gösteren emeklilik fonlarının sermaye güçleri doğrultusunda yatırımlarını ayarlamaları ve risk almaları hedeflenmelidir. Ayrıca söz konusu sistemin, yeterli sermaye gücü olan şirketlerin yüksek riskli yatırım araçlarına yatırım yapmalarına engel teşkil etmemesi gerekmektedir.

KAYNAKÇA

- ALTMAN,N.
1992, Government Regulation; Enhancing the Equity, Adequacy and Security of Pension Benefits in Private Pensions and Public Policy, Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris.
- AMBACHTSHEER, K.
1988, Integrating Business Planning with Pension Fund Planning, R. Arnott and F. Fabozzi Asset Allocation; a handbook, Probus, Chicago.
- BLACK, F.
1980, The Tax Consequences of Long-run Pension Policy, Financial Analysts Journal, September-October, 17-23
- BLAKE, D.
1997, Pension Funds and Capital Markets, Discussion Paper No. PI-9706, The Pensions Institute, Birkbeck College, London.
- BODIE, Z.
1991, Shortfall Risk and Pension Fund Asset Management, Financial Analysts Journal, May/June 1991.
- BOOTH, P.M. ve YAKOUBOV, Y.
2000, Investment Policy for Defined Contribution Pension Schemes Close to Retirement: an Analysis of the Lifestyle Concept, North American Actuarial Journal, Vol.4, No.2.
- CANSIZLAR, DOĞAN
2003, Bireysel Emeklilik Sistemi ve Emeklilik Yatırım Fonları, İşveren, C:42, S:2, s.5.
- CLARK, G. L.
1999, Pension Fund Capitalism, Oxford University Press, Davis.
- DAVIS, P.
1995, Pension Funds: Retirement-Income Security and Capital Markets: An International Perspective, Clarendon Press, Oxford.
- FOLKERTS, D. ve LANDAU, T.
1995, International Capital Markets: Developments, Prospects and Policy Issues, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- FONTAIN, J. A.
1996, External Investments by Pension Funds: Consequences for Macroeconomic Policy, S. Valdes-Prieto (ed.)
- HAUSMAN, R. ve GAVIN, M.
1996, Stability and Growth in a Shock-Prone Region, Security Stability and Growth in Latin America, OECD Development Centre, Paris.
- KOTLIKOFF, L. J.
1994, A Critical Review of Social Insurance Analysis by Multilateral Lending Institutions, Revista de Analisis Economico, Vol.9, No.1.
- LEWIS, K. K.

- 1994, Puzzles in International Financial Markets, NBER Working Paper Series, No.4951, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Ma.
- MITCHELL, O.S. ve Hsin, P.L.
1994, Public Pension Governance and Performance, Working Paper No.4632, National Bureau of Economic Research.
- SOYLU, Selin
2004, Emeklilik Yatırım Fonlarının Yönetimi, SPK Yeterlilik Etüdü.
- TARGETT, S.
2000, Pension Industry Faces Closer Scrutiny, Financial Times, 3/7/00
- VITTAS, D.
1995, Pension Funds and Capital Markets, The World Bank, Washington D.C.
- WYAT, Watson
2003, Pension in Crisis, Insider, 13(9):1-15
- WYMAN, Mercer Oliver
2004, Life at the End of the Tunnel: The Capital Crisis in the European Life Sector, Mercer Oliver Wyman Research Report.

YARARLANILAN MEVZUAT

- Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu ve Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemine İlişkin Mevzuat
- Sermaye Piyasası Kanunu ve Sermaye Piyasası Mevzuatı

İNTERNET SİTELERİ

- www.nationalbanken.dk
- www.fi.se
- www.oecd.org
- www.spk.gov.tr
- www.egm.org.tr